



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

2025 FEBRUARY

行业信用风险稳定，分化趋显危机并存
——2024年地方资产管理公司信用风险回顾与展望

熊猫债发行量再创历史新高，外资发行占比显著提升
——熊猫债市场2024年回顾与2025年展望

行业投资渐缓，企业经营效益分化
——2024年收费公路行业回顾与展望



内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载



联合信用



联合资信

联合资信“风云变幻下的全球格局与产业信用”投资人交流活动圆满举办



2024年11月28日，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）携联合咨询、联合国际、森浦 Sumscope共同举办的“风云变幻下的全球格局与产业信用”投资人交流论坛在上海森浦客户体验厅圆满落幕。此次论坛汇聚了来自银行、保险、证券、资管等各大金融机构的40余位资深投资人，共同就当前国内外复杂环境下的债券投资前景与策略进行了深入探讨与展望。

本次活动由联合咨询总经理聂逆先生以及森浦董事总经理王菲女士担任开场嘉宾并发表致辞。聂逆先生首先对当前大国间的博弈新形势进行了全面剖析，指出了国际环境中日益增多的不确定性因素，以及国内经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的新趋势，并对我国产业在当前局势下的影响进行了详尽的分析。王菲女士对森浦在债券投资领域的研究与实践进行了阐述，介绍了森浦在提供精准的金融数据、提高债券交易效率以及推动债券市场的发展等方面发挥的作用。

随后，论坛进入了主题演讲环节和交流互动环节，与会嘉宾也纷纷就各自关心的问题进行了提问，与专家们进行探讨，现场气氛热烈而融洽。联合资信将继续致力于促进债券市场的发展，为投资人带来更多丰富、有价值的活动与信息，共同推动中国债券市场的繁荣与发展。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 于良 万华伟 王安娜 王丽娟 王妍 王治 王宝卉 王娟 王越 王蛟龙 申中一 田小卫 冯锐
成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘晓佳 刘晓蒙 刘强 刘颖 刘睿 闫蓉 孙与 孙汝汀 杜洲
李小建 李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李晶 杨世龙 杨爽 时南 张永杰 张丽 张连娜 张祎
张勇 张莉 张雪 陈茵 陈剑锋 陈凝 邵天 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周旭 郑洁 官雪
郎朗 孟悦 赵晓丽 钟用 袁芳 贾二柳 徐阳 徐博闻 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 唐玉丽 黄凯伦
鹿永东 韩夷 雷君 谭心远

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

陈茵 Chen Yin

本期责任编辑 Executive Editor

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

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2025 FEBRUARY

目录

特别策划 Feature

行业信用风险稳定，分化趋显危机并存 ——2024年地方资产管理公司信用风险回顾与展望 P01

联合资信 卢芮欣 梁兰琼 陈鸿儒

熊猫债发行量再创历史新高，外资发行占比显著提升 ——熊猫债市场2024年回顾与2025年展望 P08

联合资信 程泽宇

行业投资渐缓，企业经营效益分化 ——2024年收费公路行业回顾与展望 P14

联合资信 马颖

行业研究 Industry Research

可选消费行业观察及2025年信用风险展望 P20

联合资信 宁立杰 王阳 肖怀玉

建工行业增速持续回落，随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，建工行业流动性压力或将有所缓解 ——建筑施工行业研究报告 P28

联合资信 高志杰 杨柳 冯熙智 谭伟祯

全球CDMO行业分析：竞争格局、发展趋势与投资机遇 P35

联合资信 王佳晨子 崔濛骁

宏观研究 Macroeconomic Research

特朗普重返白宫，大刀阔斧开启结构性改革 P42

联合资信 程泽宇

债券市场 Bond Market

重庆市地方债务化解观察 P46

联合资信 杨廷芳 吕雯 李康楠

2024年融资租赁ABS市场运行情况及发展趋势分析 P52

联合资信 郭燕 陈蕙琨

2023-2024年10月我国信用衍生工具市场研究报告 P58

联合资信 陈诣辉 王祎凡 薛逸竹

专项研究 Monograph

城投公司参与股权投资现状观察——以青岛、宁波为例 P68

联合资信 张婧茜

供应链票据资产证券化指引解读 P75

联合资信 孙歌珊 李明

IDC企业资产证券化融资模式及特殊关注点简析 P80

联合资信 魏诗博 刘玉婷

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于供应链票据资产证券化的一些基础知识 P45

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P88

违约案例 鸿达兴业股份有限公司 P89



政策资讯 Policy & Information

政策指南 P92

市场动向 P93

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P94

宏观经济及债券市场数据 P96



行业信用风险稳定, 分化趋显危机并存

——2024年地方资产管理公司信用风险回顾与展望

文|联合资信 卢芮欣 梁兰琼 陈鸿儒

一、行业发展概况

市场参与主体方面,截至2023年末,经国家金融监管机构(原银监会、原银保监会、现国家金融监督管理总局)认可并公布名单的地方资产管理公司(以下简称“地方AMC”)共60家。2024年1月,黑龙江首家地方AMC黑龙江省嘉实龙昇金融资产管理有限公司注销。截至2024年末,地方AMC数量为59家,以国资背景为主。

以下以能获取公开资料的地方AMC为样本分析行业运行情况,样本个数27家,占全国59家地方AMC的45.76%,基本能够体现行业整体情况。从样本企业数据来看,2021年以来(见图1),地方AMC行业整体资产、净资产规模均保持增长趋势,但增速持续放缓;负债规模亦保持增长,但杠杆水平持续小幅回落。2024年6月末,行业整体趋势未改,资产和净资产的增速分别为1.78%和3.97%。截至2024年6月末,行业资产分布以300.00亿元以下为主,资产总额超过300.00亿元的有8家,其中山东省金融资产管理股份有限公司(以下简称“山东金资”)是规模最大且唯一一家资产千亿级别的地方AMC。随着近年持续补充资本,地方AMC整体资本实力持续增强,截至2024年6月末,样本企业净资产以100.00亿元以下为主,净资产超过150.00亿元的地方AMC仅4家,分别为山东金资(689.02亿元)、陕西金融资产管理股份有限公司(以下简称“陕西金资”,208.77亿元)、浙江省浙商资产

管理有限公司(以下简称“浙商资产”,187.19亿元)和中原资产管理有限公司(以下简称“中原资产”,161.78亿元)。截至2024年6月末,样本企业资产负债率主要集中于60%~80%,2家地方AMC的资产负债率高于80%,分别为兴业资产管理有限公司(80.90%)和深圳市招商平安资产管理有限责任公司(以下简称“招商平安资产”,82.40%)。

从盈利情况来看(见图2),2021—2023年,样本企业利润总额合计数先平稳、后小幅增长,净利润合计数则保持平稳,2023年仅国厚资产管理股份有限公司(以下简称“国厚资产”)1家出现亏损。从盈利指标来看,受行业规模扩张影响,2021—2023年,样本企业平均总资产收益率和净资产收益率均持续下降。2024年上半年,样本企业利润总额合计数和净利润合计数分别同比下降28.60%和25.73%,5家地方AMC利润总额出现亏损,样本企业整体经年化的收益率指标延续下降趋势。

图1 样本企业整体资产总额、净资产及杠杆水平



资料来源:根据Wind及公开资料整理

二、行业信用评级及调整情况

近年来，地方AMC行业主体信用级别整体向上迁移（见图3），截至2024年末，债券市场上有公开有效主体级别的地方AMC共30家，主体信用级别仍以AAA级为主，共22家，占有效公开级别家数的比重为73.33%，较2023年末的70.00%进一步上升。按照59家行业主体测算，行业整体评级率为50.85%，较2023年末的50.00%变动不大。随着地方AMC行业规模扩大及业务发展，行业融资需求进一步增长，未来参与评级和资本市场融资的地方AMC或将持续扩容。

根据Wind数据，2023—2024年，共有3家地方AMC的主体级别及展望发生调整（见表1），其中，四川发展资产管理有限公司和新疆金投资产管理股份有限公司（以下简称“新疆金投资产”）2家因业务发展良好及股东增资而获得级别上调，国厚资产因大额亏

损、大额投资缺口和偿债压力加大等被下调主体级别及展望。

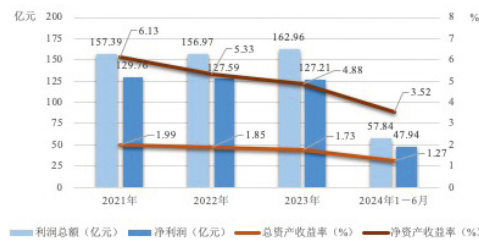
三、行业发债情况回顾

发行债券概况

根据Wind数据，本文统计了债券市场上地方AMC发行债券（含债务融资工具）的情况（不含资产证券化产品和海外债，按起息日统计，下同）（见图4）。发行主体方面，2023年，共有25家地方AMC发行债券，较上年增加5家。2024年，仍有25家地方AMC发行债券，较上年持平。因不良资产业务周期一般较长，地方AMC发债的期限普遍偏长期，主要为3~5年期，但近年来1年及以内的短期债券发行规模也呈增长趋势。

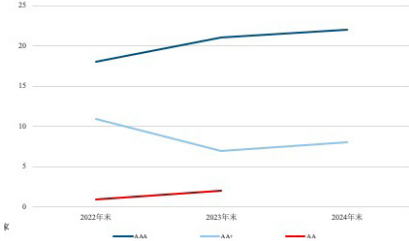
长期债券方面，地方AMC行业自2015年首次发

图2 样本企业整体盈利情况



注：2024年1—6月收益率指标已简单年化，经年化的收益率指标=未经年化的收益率指标x2
资料来源：根据Wind及公开资料整理

图3 地方AMC主体级别迁移情况



注：当年级别存在差异的企业级别按就低统计（2024年末已无存在级别差异的企业）
资料来源：根据Wind及公开资料整理

表1 2023—2024年地方AMC评级调整情况

公司简称	调整时间	调整情况	调整后级别	调整后展望	前次级别	前次展望
四川发展资产管理有限公司	2023/05/31	级别上调	AAA	稳定	AA+	正面
国厚资产管理股份有限公司	2023/06/27	级别及展望下调	AA	负面	AA+	稳定
	2024/01/08	级别下调	A+	负面	AA	负面
新疆金投资产管理股份有限公司	2024/06/26	级别上调	AA+	稳定	AA	稳定

资料来源：根据Wind及公开资料整理

行债券以来,主要经历了4个阶段:2015—2017年的初步探索、2018—2019年的快速增长、2020—2021年的回落调整,以及2022年以来发债规模持续回升。2024年,地方AMC发行长期债券规模合计607.00亿元,同比增长44.87%。发债期限方面,2024年,3年期及5年期的新发规模占比分别为46.59%、38.64%,与2023年的47.46%、38.98%相比,整体变化不大。

短期债券方面,地方AMC在2017年首次涉足短期债券,主要经历了2017—2019年的少量探索、2020年以来发行家数及规模整体增长两个阶段。发行品种以超短期融资券为主,此外还有少量短期融资券和定向债务融资工具。超短期融资券为滚动发行,因此近年来地方AMC短期债券的累计发行规模较大,2023年累计发行272.70亿元,2024年累计发行228.50亿元。

从发债净融资额看,行业净融资额自发债以来均为正数,其趋势变化与行业发债历程相关(见图5)。行业早期发行的多为长期债券,行业净融资额在2019年达到峰值(389.80亿元);2020年以来,随着早期长期债券的逐步到期,借新还旧债券的占比上升,同时短期债券增加,各因素叠加,2020—2021年净融资额快速下降;2022年以来,行业净融资额逐步回升;2024年,行业净融资额恢复到236.20亿元。

从资金用途看,近年发债的募集资金用途主要为

偿还到期债务。2024年,明确将募集资金全部用于偿还到期债务的发债规模占比达85.50%,部分偿还到期债务、部分补充流动资金的发债规模占比为12.21%,用于补充流动资金的发债规模占比仅为2.29%。

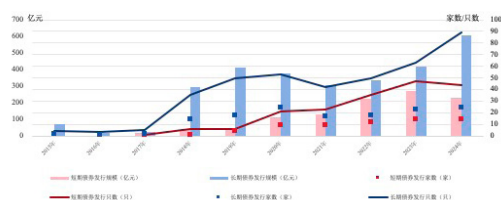
从发债品种来看,地方AMC债券以公司债、超短期融资券和中期票据为主。2024年,超短期融资券发行量同比有所下降,公司债、中期票据发行量有明显增长;私募债、短期融资券的发行量有所增长,但总体规模仍然不大。

债券增信措施方面,地方AMC发行有担保债券的比例较低,截至2024年末,地方AMC共发行过有担保债券10只,规模合计73.00亿元,发行主体均为非AAA级别的企业;其中,2022年有担保债券发行数量2只,2023年为1只,发行主体均为新疆金投资产。2024年,没有地方AMC发行有担保债券,这体现出随着行业主体级别的向上迁移,地方AMC发债逐渐实现去担保化。

从发债主体的区域分布看,截至2025年2月末,共有25个省份的地方AMC发行过债券,还有宁夏回族自治区、青海省、西藏自治区、黑龙江省、吉林省和北京市未有地方AMC发行债券。

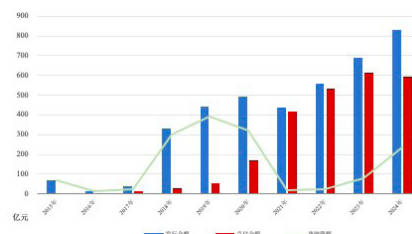
此外,2024年,地方AMC共发行2只海外债,发行主体分别为国厚资产和陕西金资,合计金额2.88亿美元,较2023年金额有所上升。

图4 地方AMC发债情况



注: 1.短期债券指发行期限1年以下的产品,长期债券指发行期限1年及以上的产品; 2.本图统计不含资产证券化产品、海外债
资料来源: 根据Wind及公开资料整理

图5 地方AMC债券净融资额



注: 上图数据未含海外债及资产证券化产品
资料来源: 根据Wind及公开资料整理

发行利率及利差情况

发行利率方面(见图6), 2024年, 随着市场利率中枢下行, 地方AMC发行的长、短期债券利率均值均明显下降, 分别为2.54%、2.16%。分级别来看, AAA级主体发行利率的均值和整体分布范围均显著低于AA+级主体, 但级别之间的利率差异明显收窄。

发行利差方面(见图7), 2024年地方AMC发行的长期债券利差均值下降54.63个基点(BP), 短期债券利差均值下降18.43BP, 长、短期债券的利差分布范围和均值差距均明显收窄。分信用级别来看, AAA级主体发行的长期债券利差均值下降44.37BP; 短期债券利差均值小幅下降13.58BP, 近年来整体稳定在较低水平。AA+级主体发行的长、短期债券利差均值在2023年均上升, 且短期债券均值升幅明显; 2024年, 长期债券利差均值显著下降124.93BP, 短期债券利差均值下降67.46BP。AA+级地方AMC的利差下降更为明显, 级别之间的利差明显收窄, 且各级别内部长、短期债券的利差明显趋近。

资产证券化产品发行情况

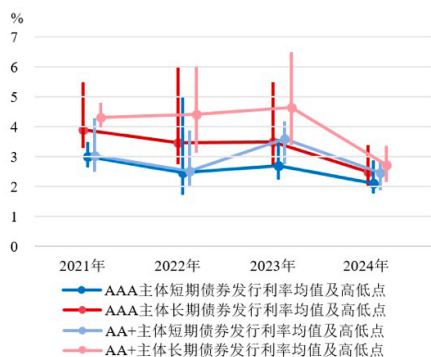
2022年5月, 国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(国办发〔2022〕19



号), 提出“积极探索通过资产证券化等市场化方式盘活存量资产。通过兼并重组、产权转让等方式加强存量资产优化整合, 提升资产质量和规模效益。”

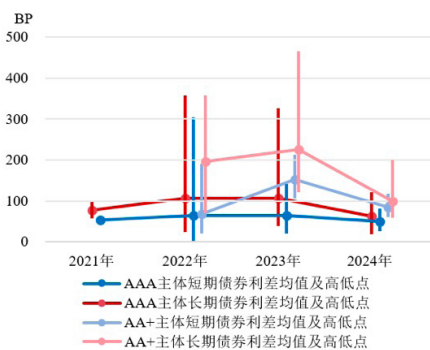
从地方AMC发行资产证券化产品的历史看, 2020年4月, 华泰-浙商资产一期资产支持专项计划成功发行, 是我国首单以特殊机遇债权作为底层资产的资产证券化产品, 也是地方AMC行业的首个资产证券化发行案例。截至2024年末, 共有6家地方AMC发行过资产证券化产品, 累计发行规模为95.43亿元, 整体发行规模

图6 地方AMC发行利率



注: 统计未含资产证券化和海外债
资料来源: 根据Wind整理

图7 地方AMC发行利差



注: 统计未含资产证券化和海外债
资料来源: 根据Wind整理

不大。分企业看，浙商资产发行资产证券化产品单数和规模最多，共发行过4单，发行金额占行业累计发行资产证券化产品规模的36.47%。2024年，行业共发行了2单资产证券化产品，期限均为1.5年左右，优先级级别均为AAAsf，发行利率为2.30%~2.50%，较上年的3.40%有所下降，对比同期AAA级主体1~2年期限的债券利率（利率区间2.08%~2.83%）差别不大。整体来看，地方AMC发行ABS尚处于起步阶段。

四、行业分化趋势明显

债券偿还压力分化

从存量债券的到期情况看，截至2024年末，地方AMC发行的债券主要将于2025—2027年到期（见图8），其中2025年到期的长、短期债券合计552.08亿元，占比为36.46%，考虑超短期及短期融资券滚动发行的因素后，地方AMC行业整体的短期偿债压力仍较大。考虑到当前的低利率环境有利于企业进行高成本债务置换、减轻利息负担，业务良性发展、股东背景较好的地方AMC的再融资风险相对较低，其短期偿债压力可控。同时，结合2024年以来行业债券净融资额延续回升的态势，预计2025年地方AMC发债规模或将进一步增长。

从2015年地方AMC行业发债以来，行业内存在债券违约企业1家、债券展期企业1家，均为民营背景。2025年一季度，国厚资产因近期新增债务逾期规模较大，有1只债券（余额12.23亿元）触发交叉违约保护条款，2只债券（余额合计7.60亿元）发生实质性违约，1只债券（余额1.79亿元）展期到2025年6月，还有1只1年期的海外债（余额0.88亿美元）逐年续发置换，也将于2025年6月到期，其2025年偿债压力很大。湖北天乾资产管理有限公司（以下简称“湖北天乾资产”）目前共有2只债券展期，合计金额19.50亿元，展期到期时间均为2025年上半年，而其债券担保人及控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司已发生债券违约并

于2024年9月进入破产重整阶段，湖北天乾资产自身盈利水平逐年下降，并于2024年上半年发生小额亏损，情况也不容乐观。

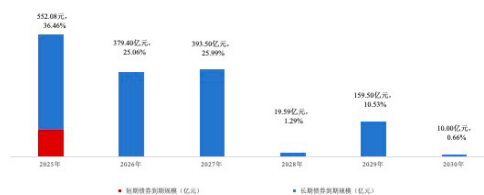
区域发展分化

由于地方AMC发展受区域经济发展的质量和区域金融环境的好坏直接影响较大，近年来，位于经济较为发达地区的地方AMC盈利能力普遍较强，而地处经济实力偏弱省份的地方AMC的盈利能力则相对偏弱，整体上行业内盈利表现的区域分化现象显著。

2023年，位于江苏、浙江、福建、湖南、江西和陕西等地区的地方AMC保持较高盈利能力，而盈利能力表现较弱的地方AMC主要位于内蒙古、云南、广西和贵州等地区。此外，山东金资、中原资产和广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）作为地处东部、中部、南部经济较好地区的地方AMC，盈利表现一般，2023年净资产收益率分别为3.21%、1.55%和1.54%，其中，山东金资因收购恒丰银行而持续获得股东增资，致使其净资产规模很大，对其净资产收益率造成一定影响；中原资产因其部分业务具有较强政策性，致使其利润率较低，进而影响整体盈利水平；广州资产因不良债权公允价值大幅下跌，致使利润大幅下滑。

2024年上半年，地方AMC盈利水平普遍有所下滑，亏损企业增加，值得注意的是，广东省作为国内经济第一大省，省内4家地方AMC中有2家均出现亏损的

图8 截至2024年末地方AMC债券到期情况



注：不含资产证券化产品，且按假设附权债券均在下一行权日到期统计
资料来源：根据Wind整理

情况，分别是广州资产和招商平安资产。其中，广州资产对不良资产的处置进度不及往年并放缓业务开展节奏，招商平安资产受资本市场波动、房地产行业下行等因素影响而增提拨备和确认公允价值变动损失，这两家盈利能力均大幅下滑。而深圳资产管理有限公司近年来则凭借着较为稳健的业务发展取得了良好的利润，2021年至2024年上半年的年化净资产收益率均超过8%，且资产负债率保持在70%以内。可见，外部环境影响固然重大，但不同的经营风格、风险偏好、发展手段等企业自身因素，更能决定其未来发展路径并导致经营成果的分化。

同时，部分地方AMC能够在传统不良资产业务的基础上，形成具有自身特色的发展模式。例如，内蒙古金融资产管理有限公司在区域经济发展水平一般、金融市场活跃度有限的环境下，虽然传统不良资产业务受到较大限制，但近年来在股东的持续支持下，不断发展政府债务重组业务、“两支基金”业务以及化债短期应急流动性周转金业务等政策性业务，对其营业收入形成极大的补充，2020年以来盈利规模持续增长，净资产收益率稳步上升。未来，随着地方AMC不良资产业务及其衍生业务的不断拓展和创新，多元化和特色化的业务发展模式有望帮助地方AMC实现良好收益。

国企、民企发展分化

近年来，多家民营地方AMC陷入经营困境。根据公开信息，2021年以来，湖北天乾资产因受其股东“爆雷”拖累，盈利水平逐年下降，并于2024年上半年发生小额亏损，下半年以来陆续被列为被执行人、其法定代表人被限制高消费；国厚资产因资产处置不及预期、大额投资失利等，于2022年由盈转亏，2023年亏损扩大并出现流动性压力，2024年上半年仍处于亏损状态，2024年以来多次被列为被执行人。同时，多家未公开发债的民营地方AMC也纷纷出现需要关注的风险，海德资产管理有限公司间接控股股东永泰集团有限公司已

发生债券违约；泰合资产管理有限公司的原第一大股东中国民生投资股份有限公司存在债务违约和债务展期，其部分股份已被冻结，并将控股权转让给地方国资；重庆富城资产管理有限公司被列为被执行人，且其法定代表人被限制高消费；宁夏顺亿资产管理有限公司2021年以来被列为被执行人十余次，2023年2次被列为失信被执行人，其股份被冻结、法定代表人被限制高消费；上海睿银盛嘉资产管理有限公司多次被列为失信被执行人，其法定代表人多次被限制高消费；辽宁富安金融资产管理有限公司2023年以来有多条股权被冻结记录，且2025年3月因挪用资金被调查，其控股股东的执行董事已被采取刑事强制措施。此外，于2020年4月被法院判定强制解散的吉林省金融资产管理有限公司和于2024年1月申请注销并退还牌照的黑龙江省嘉实龙昇金融资产管理有限公司亦均为民营地方AMC。

另外，近年来，多家地方AMC出现股东退出的情况。例如，四大AMC、信托公司、央企等在监管机构或上级主管单位要求聚焦主责主业、“瘦身”等指导下清理了旗下很多股权，其中包括中原资产、陕西金资、山东金资、宁夏金融资产管理有限公司、宁波金融资产管理股份有限公司等多家地方AMC的股权。同时，长沙湘江资产管理有限公司、天津津融资产管理有限公司和河北省资产管理有限公司等多家地方AMC出现民营股东退出股权的情况，并均被原国资股东方接盘，究其原因，地方AMC在监管趋严的背景下，合规和转型压力较大，叠加经济下行周期内资产质量下降、处置周期拉长、市场竞争加剧等诸多因素影响，近年行业整体的利润空间大幅收窄、盈利压力凸显，其股权投资价值对市场化资金的吸引力不再，民营资本开始加速退出。

相较于国有地方AMC，民营地方AMC在资金体量、融资渠道和成本、业务资源、股东支持等方面具有天然劣势，在民营地方AMC加速“爆雷”的同时，国有地方AMC则因其化解区域金融风险的政策性价值提高而不断获得地方政府的大力扶持，地方政府对属地

内的地方AMC支持意愿整体较高且近年来呈增强趋势,未来国有与民营的地方AMC发展将进一步分化。

五、2025年信用风险展望

2023年,国家金融监督管理总局(以下简称“金监局”)在原银保监会的基础上组建完成,并明确由金监局负责拟定包括地方资产管理公司在内的地方金融组织的监管制度,并指导监督地方金融监管部门相关业务工作。地方AMC的监管主体由“原银保监会+地方金融监管部门”变更为“金监局+地方金融监管部门”,行业于2019年正式形成的“中央+地方”双监管格局进一步明确和深化,中央和地方有望进一步加强监管协同,推动行业监管进一步趋严。金监局于2024年11月发布《金融资产管理公司不良资产业务管理办法》(金规〔2024〕17号,以下简称“《管理办法》”),这不仅是对金融资产管理公司的规范文件,对地方资产管理公司的展业也有重要的指导和参考意义,未来,金监局有望总体参照《管理办法》发布全国统一的针对地方AMC的监管制度。

随着不良资产管理行业不断深化发展,行业在市场化供给、处置方式、融资渠道等方面均呈现多元化的发展趋势。《管理办法》对收购范围的界定基本囊括了近年不良资产行业的新业务类型,对不良资产的收购、管理、处置全流程都明确了较为细化的操作规范,许多创新业务得以正名,将促进未来市场规模的快速扩大。

相比金融资产管理公司而言,资本补充和融资渠道相对有限一直是地方AMC发展的重要瓶颈。一方面,近年受整体经济环境影响,在行业资产质量承压、盈利情况下滑,内源资本补充有限的背景下,资本和资金的限制因素进一步凸显。另一方面,随着资本市场对地方AMC行业的理解逐步加深和认可度的提升,加之政策端对行业发展和融资的支持,行业整体的融资渠道在逐步拓宽。2021—2023年,样本企业的债券融资规模占其全部债务的比重稳定在27%左右,但在资本市场发行

过债券的主体数量在增加,部分企业发行短期债券的趋势明显,未来地方AMC行业债券融资的规模和比例有望进一步增长。从发债品种看,除常见的公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、定向债务融资工具外,行业还有过发行企业债(浙商资产、陕西金资和河南资产管理有限公司发行的市场化债转股专项债,以及“20甘肃资管小微债”)、可交债(上海国有资产经营有限公司发行的“15国资EB”)、可转债(江西省金融资产管理股份有限公司发行的“江右私募可转债2017年001号”)、海外债(国厚资产、江西省金融资产管理股份有限公司、陕西金资和中原资产发行过海外债)和资产证券化产品的探索历史,随着行业的进一步发展,融资方式有望更加丰富。

近年来,地方AMC发行资产证券化产品的规模占行业全部发行债券的比重有所提升(截至2024年末为2.37%),但相比较四大AMC,其占比仍很低(截至2024年末为59.77%)。探析其原因,第一,四大AMC于2019年进入第三批不良资产证券化试点,可以发行以不良资产为底层资产的资产证券化产品;第二,部分资产证券化产品对于底层资产的地域、期限等有分散度要求,四大AMC可以全国展业,其资产结构更适配于资产证券化产品的发行要求;第三,地方AMC的业务起步相对较晚,业务规模、资产质量整体弱于四大AMC,可供选择的入池资产较少;第四,从投资端看,以不良资产作为基础资产很多机构入池较为谨慎,反过来也影响了地方AMC的发行决策。随着地方AMC业务发展、处置能力增强和可选入池资产的增加,未来地方AMC在资产证券化方面有较大拓展空间。

综合来看,预计2025年,地方AMC行业整体信用风险水平将保持稳定,在不良资产管理行业全面回归主业趋势下,地方AMC面临较大市场需求和政策支持等较好发展机遇,但也存在市场竞争激烈、转型创新压力、区域发展分化、国有背景和民营地方AMC发展分化、内部牌照整合等诸多挑战,行业马太效应仍将延续。■

熊猫债发行量再创历史新高， 外资发行占比显著提升 ——熊猫债市场2024年回顾与2025年展望

文|联合资信 程泽宇

一、2024年熊猫债发行概况

2024年，熊猫债全年发行量首次接近2000亿元大关，连续两年创下历史新高。具体来看，2024年共有44家主体累计发行熊猫债109期，发行规模总计1948.00亿元，发行主体家数、发行期数和发行规模在去年的高基数效应下，仍分别同比增长18.9%、16.0%和26.1%，均创下历年最高水平（见图1）。

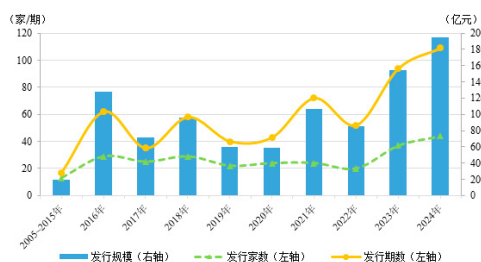
2024年熊猫债发行量继续攀升至历史新高，主要得益于以下三方面原因：

一是中国境内市场的融资成本优势持续显现，熊猫债市场对境外发行人的吸引力持续增强。2024年，中国经济运行稳中有进、高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难和挑战，

在此背景下中国人民银行实施适度宽松的货币政策、加强逆周期调节，两次降低存款准备金率，保持流动性合理充裕；两次下调政策利率，引导社会综合融资成本下降，新发放企业贷款利率处于历史低位。另一方面，随着欧美国家的通胀压力有所缓解以及长期高利率政策对经济的滞后效应逐步显现，欧美主要经济体央行自6月以来逐步退出紧缩的货币政策，欧洲央行年内累计降息4次合计135个BP，美联储年内累计降息3次合计100个BP。总体来看，虽然2024年欧美央行转向降息，但同时中国人民银行继续采取适度宽松的货币政策，中国境内市场的融资成本优势仍有望持续显现。以中美利差为例，中美各期限国债收益率利差自2022年年中倒挂以来持续走扩，2023年总体维持在历史相对低位，2024年因美联储逐步转向货币宽松，中美利差倒挂小幅收窄，但随着美国大选后特朗普获胜，其政治主张或导致美国通胀回升甚至影响美联储降息节奏，中美利差倒挂幅度再度加深，熊猫债市场对境外发行人的吸引力持续增强（见图2）。

二是熊猫债相关制度优化政策持续出台，为熊猫债发行提供制度便利。2024年1月，中国银行间市场交易商协会修订《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，以进一步简化定向发行相关要求，对外国政府类机构和国际开发机构发行熊猫债进行规范，提升境外主体在境内债券市场的融资便利性。2024年6

图1 2005—2024年熊猫债发行情况



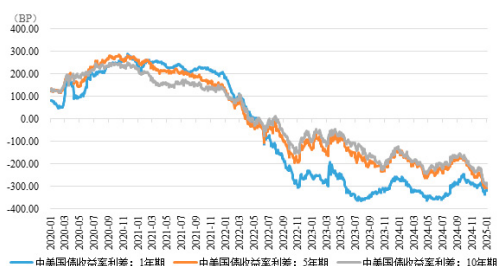
数据来源：Wind，联合资信整理

月, 交易商协会持续优化熊猫债发行机制, 在发行环节引入“边际区域灵活配售”“时间优先”“底层申购订单共享”等创新机制, 助力跨国企业发行定价市场化、透明化。2024年9月, 中国人民银行在《2024年人民币国际化报告》中提到未来要“提升人民币融资货币功能”, 具体措施包括“支持更多境外央行、国际开发机构、跨国企业集团等优质发行主体在境内发行熊猫债”。2024年9—10月, 交易商协会发布《关于开展境外机构债券定价配售机制优化试点有关工作的通知》《境外非金融企业债务融资工具业务指引(2023版)》等, 为熊猫债的注册发行、定价配售、信息披露等事项提供了制度便利。总体来看, 熊猫债相关制度优化政策持续出台, 有助于为熊猫债发行人提供制度便利。

三是人民币国际化进程不断加快, 为熊猫债市场发展奠定了良好基础。近年来, 人民币国际化在跨境收支、金融交易、外汇储备、货币互换等多个领域持续取得新进展。2024年以来, 中国人民银行深化金融市场改革, 扩大金融高水平双向开放, 跨境人民币业务服务实体经济能力持续提高, 环球银行金融电信协会(SWIFT) 数据显示, 2024年11月人民币在全球支

付中占比为3.9%, 继续位居全球第四大支付货币。同时, 中国人民银行会同商务部发布《关于进一步支持外经贸企业扩大人民币跨境使用 促进贸易投资便利化的通知》, 进一步便利跨境贸易投资人民币使用, SWIFT数据显示, 2024年11月人民币在全球贸易融资中的占比为6.41%, 创历史新高并且位居全球第二大贸易融资货币。人民币国际储备占比总体稳定, 根据国际货币基金组织数据, 截至2024年二季度末, 全球央行持有的人民币储备规模为2452亿美元, 占比为2.1%, 较人民币刚加入特别提款权时提升了1.1个百分点, 在全球主要储备货币中排名第七位。此外, 中国人民银行不断深化与境外央行间货币合作, 截至2024年8月末, 中国人民银行共与42个国家和地区的中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议, 其中有效协议29份, 互换规模超过4.1万亿元, 这些协议有助于支持双边贸易投资活动, 节约汇兑成本并降低汇率风险。从人民币汇率表现来看, 2024年上半年在欧美央行继续维持较高利率水平的背景下人民币汇率小幅走弱, 下半年随着欧美央行转向货币宽松人民币汇率持续趋稳, 兑美元全年小幅贬值1.1%。总体来看, 人民币国际化程度持续提升及人民币汇率趋稳增强了人民币资产的吸引力, 为熊猫债的发展奠定了良好的基础。

图2 2020—2024年中美各期限国债收益率利差走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

二、2024年熊猫债市场呈现的特点及新趋势

境内市场继续保持低利率环境, 熊猫债的发行期限明显拉长, 且平均发行成本¹继续创历史新低

得益于中国人民银行实施适度宽松的货币政策、加强逆周期调节, 我国各期限债券收益率年内平稳下降。低利率融资环境有助于吸引在华有实际业务的境

¹ 数据样本为银行间债券市场发行的3年期AAA级熊猫债样本, 对其平均固定利率进行算术平均。

外发行人赴华融资,在此期间熊猫债发行量在1月、3月以及6—7月分别达到发行高峰,熊猫债的月度发行规模与我国利率走势存在显著的相关性,说明低利率优势有助于推高相关发行主体的人民币融资意愿。

2024年熊猫债的期限结构更加合理,发行期限向中长期集中,3年期和5年期发行规模占比合计超过60%,较上年增长5.7个百分点,其中3年期仍为最主要品种;此外,10年期占比则显著增长至5.4%,较上年增长4.4个百分点。

我们选取2024年在银行间债券市场发行且样本数量较多的3年期AAA级熊猫债样本,该样本的平均固定利率为2.4%,同比下降0.7个百分点,创下自熊猫债诞生以来新低,进一步彰显出中国境内债券市场融资成本较低的优势(见图3)。

熊猫债发行主体的行业分布较为多元,金融主体所发熊猫债规模稳居市场第一,日常消费和工业行业的主体所发熊猫债规模显著回落,超主权机构所发熊猫债规模有所回升

熊猫债发行主体的行业分布较为多元,涵盖工业、公用事业、金融、可选消费、日常消费、医疗保健、政府及超主权机构等。

2024年,熊猫债的发债主体类型主要集中在金融行业,共计发行熊猫债710亿元,占发行总额的比重较

上年大幅增长19.0个百分点至36.4%,成为发行市场份额最高的行业,同时也是本年度熊猫债发行规模增长最快的行业。其中,中国光大控股和加拿大国民银行分别发行4期和3期熊猫债,二者发行规模均为85亿元,并列成为本年度发行规模最大的主体。

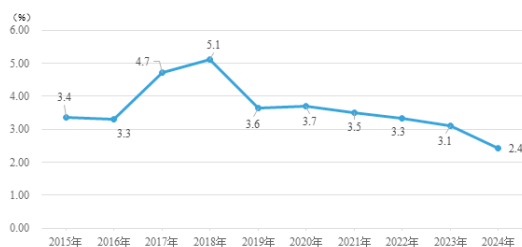
日常消费和工业行业的主体所发熊猫债规模显著回落,二者发行规模分别降至384亿元和174亿元,占发行总额的比重分别下跌10.3个和10.2个百分点至19.7%和8.9%,其中日常消费行业由去年的发行规模占比第一位下降至第二位。

超主权机构所发熊猫债规模有所增长,其发行规模增长至200亿元,占发行总额的比重较上年回升2.2个百分点至10.3%。值得注意的是,本年度新增能源和房地产行业的熊猫债发行主体,但无新增主权熊猫债发行(见图4)。

发行人结构更加优化,外资背景企业的熊猫债发行主体占比创近三年以来新高

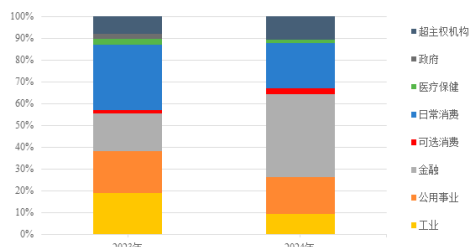
2024年,熊猫债发行人结构更加优化,巴斯夫、拜耳股份、香格里拉(亚洲)、书赞梭诺等跨国企业相继进入银行间市场发债融资,外资背景企业的熊猫债发行主体占比显著回升,所发熊猫债规模占发行总额的37.6%,较上年显著提升17.2个百分点,创近三年以来新高。此外,本年度熊猫债发行人来源更加多元化,与上年相比新增

图3 2015—2024年银行间3年期AAA级熊猫债平均固定利率



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2023年和2024年熊猫债主体类型及行业分布(按规模)



数据来源: Wind, 联合资信整理

新加坡（3期）和爱尔兰（1期）等地的发行人，表明熊猫债得到越来越多国家和地区的认可（见图5和图6）。

另一方面，中资背景企业的熊猫债发行主体所发熊猫债规模占发行总额的62.4%，虽然较上年的79.6%显著回落，但仍占据主导地位。具体来看，熊猫债发行主体注册地主要以香港地区为主，但呈现一定分散趋势，该地区所发熊猫债规模达到513亿元，占发行总额的28.6%，依然位居第一，但较上年明显回落41.8个百分点，主要是因为注册地在开曼群岛和百慕大的企业发行规模占比分别大幅增长至26.1%和11.8%。

附评级发行的熊猫债数量有所增长，且债券信用等级仍集中在AAA级别

2024年熊猫债附评级发行的数量有所增长。本年度发行的109期熊猫债中共有51期进行了债项评级，占比达到46.8%，较2023年的44.7%小幅增长约2个百分点，其中绝大部分为中期票据。

在附评级发行的债券中，等级分布主要集中在AAA级，说明发行主体信用质量保持良好。具体来看，本年度AAA级债券共计发行50期，发行规模达到842亿元，发行规模占比达到43.2%；另有1期规模为5亿元

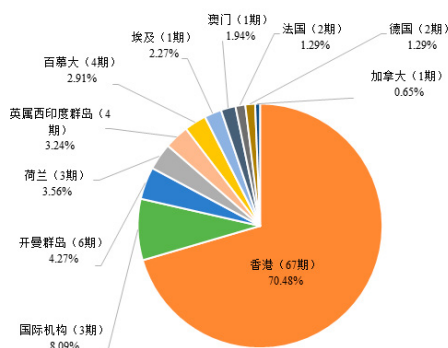
的AA+级债券发行。

本年度未予评级的熊猫债有58期，累计金额达1101亿元，发行规模占比较上年回落近6个百分点至56.5%。本年度未予评级的熊猫债仍以短期融资券（含超短期融资券）为主，发行规模占比约为39.9%。此外，国际机构债因发行主体信誉良好或得到其他超主权机构的信用担保，6期国际机构债豁免评级（见图7）。

可持续发展主题熊猫债发行规模有所回落，但仍位居2016年有数据统计以来的第二高位，其中可持续挂钩熊猫债本年度发行规模大幅增长，产品创新更加活跃

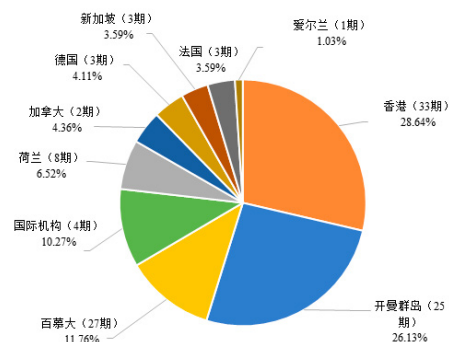
在联合国可持续发展目标和我国“双碳”目标的

图5 2023年熊猫债发行主体注册地分布



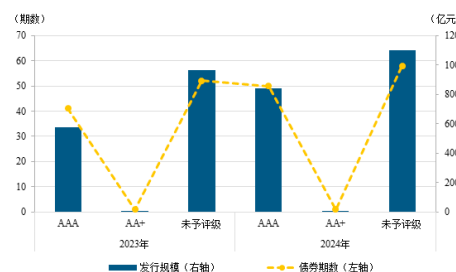
数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2024年熊猫债发行主体注册地分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2023年和2024年熊猫债债项信用等级分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

引领下,近年来国际机构在我国债券市场发行可持续发展主题债券²的意愿明显增强。2023年以来,熊猫债产品类型在可持续发展领域创新不断,其中绿色熊猫债、碳中和债、可持续发展熊猫债等品种持续发行,乡村振兴债、可持续挂钩债、科创债等创新品种不断涌现。2024年,可持续发展主题熊猫债发行规模为170亿元,虽然在上年的高基数效应下回落超20%,但仍是2016年有数据统计以来的第二高位。其中,可持续熊猫债发行规模占比最高(35.3%),其次为可持续挂钩熊猫债(33.5%)和绿色熊猫债(25.3%),最后为碳中和熊猫债(5.9%)(见图8)。

一方面,可持续发展熊猫债、绿色熊猫债以及碳中和债等品种持续发行。亚洲基础设施投资银行分别在3月和10月发行2期合计60亿元的可持续发展熊猫债,募集资金主要用于支持可持续发展基础设施建设,包括可再生能源、低碳公共交通、卫生和污染治理等项目。3月,周大福创建有限公司发行1期价值36亿元的绿色熊猫债,募集资金主要用于支持绿色项目,尤其是仓储物流领域的绿色项目,这是首单港资综合企业发行的仓储物流绿色熊猫债券。10月,中国电力国际发展有限公司发行10亿元碳中和熊猫债,募集资金主要用于偿还一笔现有的绿色中期票据及与清洁能源发电项目相关的贷款,在实现自身碳中和目标的同时为国家低碳转型做贡献。

另一方面,可持续挂钩熊猫债本年度发行规模大幅增长,产品创新更加活跃。凯德商用产业财资有限公司在3月和7月发行两期合计20亿元的可持续挂钩熊猫债券,并设定可持续发展绩效目标,即与2019年相比,凯德商用2024年度在中国地区所运营物业的能源消耗强度(不含租户能耗)降低不少于6%,其中3月所发债是首单新加坡企业可持续挂钩熊猫债券,也是区域全面

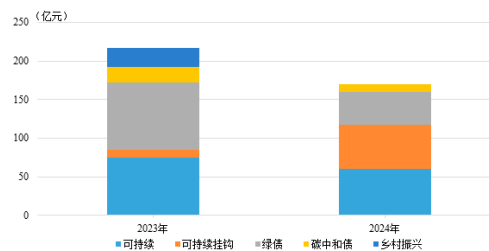
经济伙伴关系协定(RCEP)生效以来首单东盟企业熊猫债券。11月,来自巴西的全球最大商品纸浆生产商书赞桉诺国际金融有限公司,发行1期价值12亿元的绿色熊猫债,募集资金用于在中国境外开发和运营商用桉树林种植项目,包括桉树种植、土地整备和森林维持,这是南美地区发行人在中国市场发行的首笔熊猫债,同时也首次采用了“边际灵活配售+时间优先”的优化版定价配售机制。

三、2025年熊猫债市场展望

2025年熊猫债融资成本有望继续维持低位,但在欧美主要经济体货币政策进一步宽松的背景下,利差优势或有所收窄

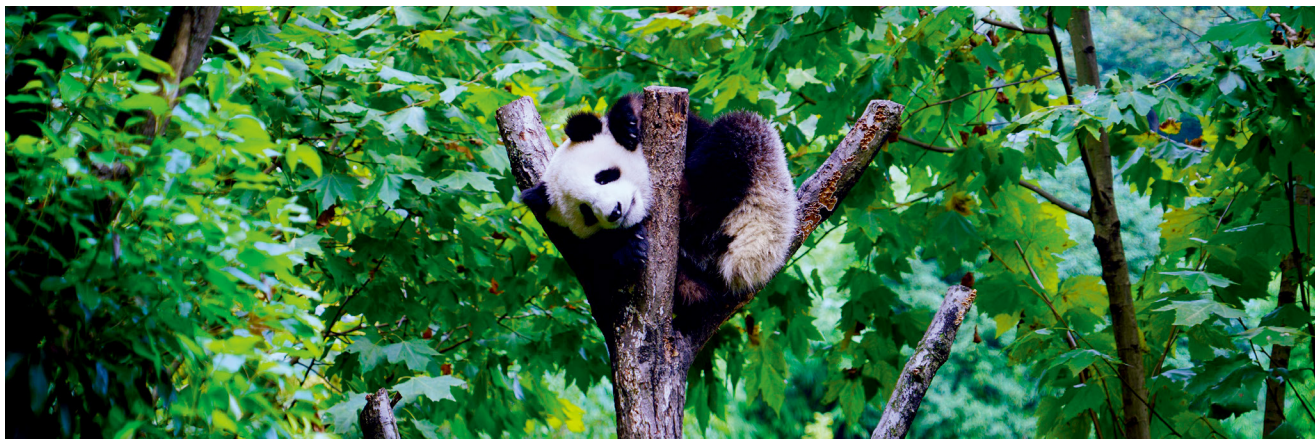
2025年初中国人民银行召开工作会议,指出2025年要实施适度宽松的货币政策,为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具,根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况,择机降准降息,保持流动性充裕、金融总量稳定增长,使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预

图8 2023年和2024年可持续发展主题熊猫债的发行情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

² 可持续发展主题债券包括绿色债、社会责任债、可持续发展债、可持续发展挂钩债。



期目标相匹配。预计2025年中国人民银行货币政策有望保持适度宽松,再度降准和降息的可能性较大,境内市场的融资成本也有望持续维持低位,为熊猫债市场发展提供良好的环境。

另一方面,欧美央行已经进入降息周期,但考虑到特朗普政府上台可能会增加全球的再通胀压力,或在一定程度上减缓欧美央行的降息节奏,预计中美利差仍将在较长一段时期内维持倒挂态势,人民币的相对融资成本优势仍存,但倒挂幅度与上年相比或将有所收窄。

人民币国际化有望持续推进,熊猫债相关制度法规有望持续完善,为熊猫债市场发展提供良好的外部条件

当前,全球政治经济秩序发生深刻调整,经济增长放缓、全球产业链重塑、地缘政治冲突不断等各类风险因素交织。在此背景下,促进国际货币体系继续朝着多元化方向迈进,反映了广大新兴经济体和发展中国家的迫切需求和共同期待。中国作为全球第二大经济体及第一贸易大国,其货币的国际化程度及国际地位仍有待进一步提升。预计未来一段时期内人民币国际化有望持续推进,尤其是在跨境投融资领域,将为熊猫债市场的发展奠定坚实的基础。从人民币汇率来看,考虑到美联储2025年或减缓降息幅度,美元利率中枢依旧处于较高水平,叠加潜在的美国对华加征关税等扰动因素,或加剧人民币汇率的双向波动;但受益

于国内经济的“内生动力”较强以及政府出台多项稳定外汇举措,或对人民币汇率形成一定支撑,有助于提升人民币资产的竞争力和吸引力,同时也为熊猫债发行提供良好的市场环境。此外,预计2025年熊猫债相关制度法规有望持续完善,为熊猫债市场发展提供良好的外部条件。

2025年熊猫债市场仍将面临到期偿付高峰,再融资需求或将对熊猫债市场形成良好支撑

截至2024年末数据显示,2025年将有39期熊猫债到期,待偿金额共计568.0亿元,较2023年创下的到期偿付峰值(644.4亿元)回落近12%。具体来看,7月和9月将是熊猫债到期偿付高峰,待偿金额分别为112.0亿元和135.8亿元,合计占到全年待偿总额的43%以上。从待偿主体来看,新开发银行(150.0亿元待偿)、中国电力国际发展有限公司(80.0亿元待偿)、梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司(40.0亿元待偿)等面临较大偿付压力,预计在境内市场保持良好的融资环境的背景下,这些主体将通过再融资的方式对到期熊猫债进行偿付,这也将对熊猫债发行形成良好支撑。

总体来看,在境内融资成本保持低位、人民币国际化持续推进、熊猫债相关制度法规不断完善以及再融资需求维持高位的背景下,预计2025年熊猫债仍将保持较高热度,发行量或持续刷新历史新高。■

行业投资渐缓,企业经营效益分化

——2024年收费公路行业回顾与展望

文|联合资信 马颖

一、行业政策

2023年3月,交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局和中国国家铁路集团有限公司联合印发《加快建设交通强国五年行动计划(2023—2027年)》,对高速公路里程的规划目标及实施重点等方面做了部署。2024年以来,收费公路行业相关政策主要围绕优化收费公路政策体制的大方向进行,部分政策还涉及收费公路企业融资,其中REITs的常态化发行政策进一步拓宽了收费公路企业的融资渠道,《金融租赁公司管理办法》对融资租赁标的物的限制不利于收费公路企业融资租赁借款的接续及新增,但考虑到收费公路企业非标融资占比较低,该政策对其影响有限。

2023年11月和2024年3月,国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》(国办函〔2023〕115号)和《基础设施和公用事业特许经营管理办法》均提出特许经营期限原则上不超过40年,投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长,法律法规另有规定的除外。而当前的《收费公路管理条例》规定经营性公路收费期限最长不得超过25年或30年(中西部地区)。由于《收费公路管理条例》属于行政法规,而115号文和《基础设施和公用事业特许经营管理办法》属于部门规章,在法律效力上行政法规高于部门规章,因此高速公路项目采用特许经营模式

不能突破《收费公路管理条例》中关于收费期限的规定。此前2018年《收费公路管理条例修订草案》(征求意见稿)中提出经营性公路项目的经营期限,按照收回投资并有合理回报的原则确定,一般不得超过30年,对于投资规模大、回报周期长的收费公路,可以超过30年。考虑到政策方面的一致性,上述办法或为收费公路管理条例修订提供铺垫。

2024年5月,国务院办公厅和交通运输部均将收费公路管理条例的修订工作作为2024年立法工作任务。加之近年来到期路产逐渐增多,路产到期压力逐步显现,预计收费公路管理条例修订稿有望加速出台。

二、行业整体运行情况

投资渐缓,高速公路里程仍将维持低速增长,部分省份未来两年投资压力较大。

自1988年我国第一条高速公路沪嘉高速通车以来,收费公路行业经历了飞速发展的阶段,高速公路通车里程快速增长。从投资规模及增速看,自2018年以来,我国高速公路每年保持万亿投资规模,随着路网日渐完善,2021年起高速公路投资增速有所放缓,2023年增速降至负值(见图1)。

截至2023年底,我国高速公路通车里程达18.36万公里,同比增长3.6%,增速自2020年起连续下滑(见图2)。

除未公布2025年规划目标的上海、西藏等部分地区外,结合各省2023年底高速公路通车里程及“十四五”规

划目标,未来两年广西、云南等部分西部地区省份仍面临较重的高速公路建设任务及较大的投资压力。以上海为代表的部分省市,在高速公路规划目标方面从传统的通车里程转换为智慧高速的实施目标,例如上海在其综合交通发展“十四五”规划中提出推进智慧高速实施方案,在其2023—2025年车路协同创新应用工作实施方案中提到2025年将建成智慧高速公路和智慧城市道路(含快速路)超过800公里。

公路运输仍是我国客货运主要方式。2023年,公路客运占比快速下降,需关注对部分省份通行费收入结构带来的影响;公路货运占比小幅下降,在大宗物资“公转铁、公转水”的大环境下,预计将在一段时间内维持小幅下降趋势。

随着铁路网络日渐完善,近年来我国公路客运量不断下降;2020年受公共卫生事件等的影响,我国公路客运量出现断崖式下降;2023年公路客运量虽同比有所恢复,但尚不及2020年同期水平,且在旅客运输总量中所占比重快速下降,首次占比低于50% (49.14%)。对于河南等公路旅客周转量大省而言,其通行费收入中客车占比通常高于其他地区,需关注对其通行费收入结构带来的影响。

与此同时,我国公路货运量波动增长,其在货物运输总量的占比小幅波动下降,2023年为72.45% (见图3)。随着大宗物资“公转铁、公转水”的进行,预计未来一段时间内公路货运量占比将继续小幅下降。

图1 中国高速公路投资及增速



资料来源: 联合资信整理

我国公路货运周转量主要集中在东部和中部地区,西部地区受限于地广人稀和经济发展等原因,公路货运周转量相对较低,通行费收入持续快速增长或面临压力。云贵川等地区高速公路通车里程排名靠前,但公路货运周转量排名相对靠后,公路利用效率有待提升。

2023年,我国公路货物运输周转量主要集中在河北、山东等东部地区以及江西、安徽等中部地区,西部地区受限于地广人稀和经济发展等原因,公路货物周转量相对较低。

云南、贵州、四川等省份高速公路通车里程排名靠前,但公路货物运输周转量排名相对靠后,公路利用效率有待提升。

以江苏为代表的部分地区高速公路网密度仍有较大提升空间,天津、福建等地区发展韧性有待提升。

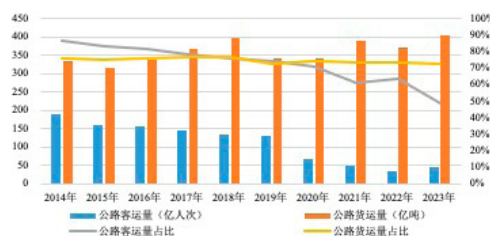
从发展韧性看,东部地区省份普遍单公里汽车保

图2 中国高速公路通车里程及增速



资料来源: 联合资信整理

图3 中国公路客货运量及其占比变化



资料来源: 联合资信整理

有量处于较高水平，以江苏为代表的部分地区高速公路网密度相对偏低，未来仍有较大提升空间；天津、福建等地区同时面临单公里汽车保有量较少与高速公路网密度较高的情况，发展韧性略显不足（见图4）。

三、收费公路发债企业分析

我国收费公路企业主要分为四类：央企、省属收费公路企业、市属收费公路企业和收费公路上市公司。考虑到中央企业性质的收费公路企业数量较少，其路产通常覆盖全国多数省份，难以反映各省收费公路运营情况；市级收费公路企业通常是当地的交通基础设施投资建设主体，收费公路的投资运营或仅是其部分职能；而收费公路上市公司所持有的路产相对较少，其控股股东通常以省属收费公路企业为主。因此本文重点分析省属收费公路企业的经营及财务风险。

各省中西藏和海南暂未有省属收费公路企业，新疆、青海、宁夏、辽宁等地的省属企业无存续债或仅发行私募债。剔除上述企业，本文纳入样本分析的省属收费公路企业共23家，其中河北省涉及2家省属企业，其余各省均为1家。

经营分析

各省属企业在所在省份的交通基础设施投资建

设和运营管理领域中均处于主导地位，所拥有的控股路产里程占全省的比重绝大多数超过60%，山东、吉林等部分地区超过90%，行业地位极为突出。

从通行费收入增速看，2023年收入规模均呈不同程度增长，部分西部地区省份增速不及10%。随着国内出行政策优化，公众出行能力和意愿提升，各收费公路企业2023年通行费收入均有不同程度的增长，多数企业增速在10%~20%之间，其中河南交通投资集团有限公司因2022年8月合并河南省交通运输发展集团有限公司带动通行费收入将近翻倍，甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司受益于旅游热度提升，通行费收入增速超过25%。贵州高速公路集团有限公司、蜀道投资集团有限责任公司等部分西部地区收费公路企业增速低于10%。

东部地区收费公路企业路产效益仍高，部分西部地区省份和东北地区路产投资回收期偏长。2023年，上海、北京、江苏、浙江和广东五省的省属收费公路企业单公里通行费收入均超700万元，路产效益高。伴随着土地价格攀升以及材料、人工等成本的上涨，目前新建以及改扩建高速公路项目的建设成本也日益高企。结合公开资料披露的各省属企业在建及拟建高速公路建设里程及投资规模判断，上海、江苏和贵州单公里造价较高，其中上海高速公路单公里造价高达6.35亿元，江苏及贵州则在3.5~4.0亿元之间，究其原因，主要受征地成本高昂、部分项目桥隧比高等影响。从路产投资回收期看，受限于较低的单公里通行费收入及偏高的单公里造价，贵州高速公路项目的投资回收周期偏长，吉林、广西、云南次之。

经营性高速占比较高的省份面临的政策性风险相对较高。青海、安徽等地区经营性高速占比高，随着临近到期的路产逐渐增多，而《收费公路管理条例》正式颁布时间尚未确定，其对经营期届满高速公路条款的修订存在不确定性，其面临的行业政策性风险相对较高。

图4 中国各省2023年单公里汽车保有量及高速公路网密度对比



资料来源：联合资信整理

收费公路企业多通过路产收购或多元化业务拓展以提高整体抗风险能力。近年来到期路产日益增多，路产到期压力逐步显现，对于已到期的政府还贷公路，各地普遍通过“统贷统还”继续收费；对于到期的经营性高速，多数通过改扩建方式重新核定收费期限，部分到期后无偿移交政府。为应对路产到期可能带来的影响，并提高自身整体抗风险能力，收费公路企业多进行路产收购或拓展多元化业务（见表1）。

多元化业务拓展方面，多数企业已开展服务区运营、工程施工及贸易业务，近半数企业涉足房地产开发及提供金融服务领域，其中金融服务以融资租赁、保理等类金融业务为主，少量业态为证券及保险服务；少数企业同时为省级铁路投资建设运营主体，个别企业开展了新能源及智慧交通业务。

财务风险

债务规模持续攀升，整体债务负担较重且呈一定的区域分化。随着在建路产项目投入及业务多元化的推进，2022年底—2024年6月底，收费公路企业全部债务规模不断攀升，全部债务资本化比率小幅波动下降。

截至2024年6月底，23家省属收费企业全部债务合计约81146.41亿元，全部债务资本化比率约为63.78%（见图5）。分地区看，西部地区债务负担最重，中部地区和东北地区次之，东部地区债务负担最轻（见图6）。

短期偿债指标表现略有弱化。2022年以来，收费公路企业短期债务规模保持增长，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降，总体覆盖程度一般，但收费公路企业经营获现能力强，加之授信额度充足，可为其债务偿还提供资金来源或保障（见图7）。分地区

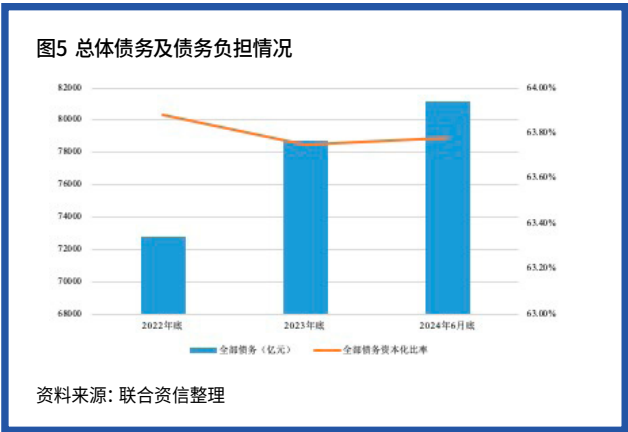


表1 2023年以来主要路产收购情况

公司名称/简称	收购路产标的	收购标的概况	收购对价	收购进展
招商局公路及沪杭甬高速	永蓝高速	主线里程145公里，2012年12月通车，收费期限30年	沪杭甬高速联合招商局公路以26.83亿元收购湖南永蓝高速公路有限公司60%股权，双方出资比例均为50%	2023年12月已完成
招商局公路	4条高速公路部分权益	河北京津高速公路全长105公里，湖南长益高速公路全长63公里，山西龙城高速公路全长72公里，安徽马巢高速公路全长36公里	以44.12亿元收购路劲（中国）基建有限公司100%股权，其持有4条高速公路的部分权益，分别是河北京津高速公路40%权益、湖南长益高速公路43.17%权益、山西龙城高速公路45%权益和安徽马巢高速公路49%权益	2024年4月已完成
湖北楚天智能交通股份有限公司及湖南高速	大广高速河南光山段	收费里程32.80公里，收费年限至2040年3月	湖北楚天智能交通股份有限公司联合湖南高速通过司法拍卖程序以12.15亿元成功竞得大广高速公路河南光山段通行费收费权及其项下全部收益	2023年10月已完成
湖南高速	惠莞高速公路	惠莞高速公路全线总里程49.085公里	以49.99亿元成功竞得惠莞高速公路（惠州）投资有限公司70%股权	2024年6月已完成
山东高速股份有限公司及湖南高速	济源至东明高速公路河南新乡至长垣段（简称新长高速）	主线全长49.12公里，双向四车道，剩余收费期约19年3个月	通过公开竞价以12.56亿元获得新长高速剩余期限内特许权及其项下全部收益	2024年11月已完成

注：沪杭甬高速全称为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司，招商局公路全称为招商局公路网络科技控股股份有限公司，湖南高速全称为湖南省高速公路集团有限公司
资料来源：联合资信整理

看，西部地区、中部地区和东部地区现金短期债务比相差不大。由于发行中长期债券优化债务期限结构，2022年以来东北地区收费公路企业现金短期债务比明显上升（见图8）。

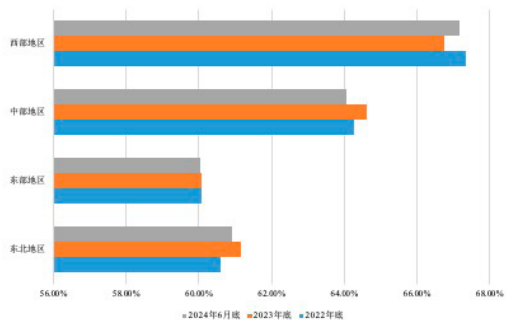
债券融资占比不高，非标融资占比低，部分企业发行高速公路REITs产品。从融资渠道看，收费公路企业债务融资渠道以银行借款为主，多数企业债券融资占比低于20%，非标融资占比基本在5%以内。近年来，为了盘活存量资产，创新投融资模式，实现基础设施建设工程的投建管退，收费公路企业纷纷发行高速公路REITs产品。

通行费收入对利息支出的覆盖情况有所好转。受

益于通行费收入增长及融资成本下降，2023年，各收费公路企业通行费收入对利息支出的覆盖倍数均有所上升。分地区看，东部地区和中部地区的收费公路企业基本能实现通行费收入对同期利息支出的充分覆盖，部分西部地区 and 东北地区的收费公路企业利息支出的偿付尚需依靠其他经营性业务回款或政府支持（见图9）。

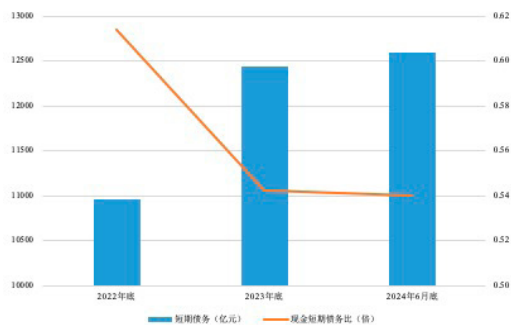
政府支持力度仍大。从所获政府支持来看，除个别中部地区企业外，其余收费公路企业均获得较大力度的政府支持，其中东北地区和东部地区政府支持以财政补贴和资金注入为主，西部地区的政府支持则涵盖了资产注入（土地、股权划转）、资金注入和财政补贴。

图6 分地区全部债务资本化比率情况



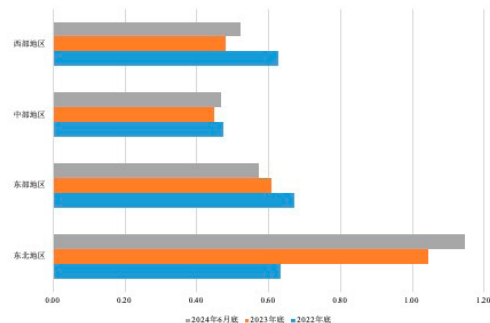
资料来源：联合资信整理

图7 短期债务及现金短期债务比情况



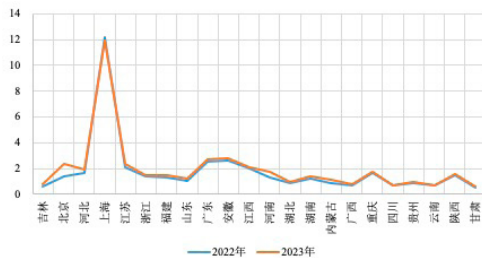
资料来源：联合资信整理

图8 分地区现金短期债务比情况



资料来源：联合资信整理

图9 各省属收费公路企业通行费收入对利息支出的覆盖倍数变化



注：上表中河北省为省内两家收费公路企业合并计算的结果；利息支出以现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替
资料来源：联合资信整理

数据资产入表

2023年9月,交通运输部发布《关于推进公路数字化转型加快智慧公路建设发展的意见》,此后收费公路企业纷纷进行数据资源摸排及数据资产入表的前期准备工作。随着财政部印发的《企业数据资源会计处理暂行规定》于2024年1月1日正式实施,2024年以来,收费公路企业陆续进行数据资产入表工作,入表的数据资产类型涵盖车流量数据、车辆车型数据、桥隧监测数据等,多以收益法进行评估,以成本法入账,部分企业据此获得一定规模金融机构授信。

短期来看,数据资产入表主要发挥示范效应,对收费公路企业财务报表影响有限,更多用于内部的降本增效。中长期来看,有利于收费公路企业的数字化转型及智慧交通战略的实施,提升其运营效率及经营收益。

四、总结及展望

从供给端看,随着路网不断完善,高速公路投资逐渐放缓,未来两年新增里程主要集中在部分西部地区省份。东部地区省份高速公路则更多向智慧高速、数字化方向发展,更加注重经济效益与通行效率的提升。从需求端看,公路运输在我国客货运输体系中的主体地位未发生变化,但公路客运受高铁等分流影响加剧,在大宗物资“公转铁、公转水”的大背景下,公路货运增速继续承压。分地区看,中东部地区经济较为发达,具有较高的单公里汽车保有量和较大的公路货运周转量;部分西部地区省份公路利用效率相对偏低。

聚焦到省属收费公路企业层面,随着国内出行政策优化,2023年各企业通行费收入均有不同程度增长,部分受益于资产重组及旅游热度提升等因素实现较高增幅。近年来到期路产逐渐增多,路产到期压力愈加显现,因《收费公路管理条例》正式颁布时间尚未确定,其

对经营期满高速公路条款的修订尚存不确定性,因此经营性高速占比较高的收费公路企业随着其临近到期的路产增多,其面临的行业政策性风险值得关注。为提高整体抗风险能力,部分收费公路企业进行路产收购或多元化业务拓展。

财务风险方面,收费公路企业高负债的情况未发生变化,短期偿债指标虽略有弱化,但考虑到该行业内企业经营获现能力强加之授信额度充足,可为其债务偿还提供资金来源或保障,因此短期偿债压力总体可控。从融资环境看,一方面,REITs的常态化发行政策进一步拓宽了收费公路企业的融资渠道,另一方面,《金融租赁公司管理办法》对融资租赁标的物的限制不利于收费公路企业融资租赁借款的接续及新增,但考虑到收费公路企业非标融资占比低,该政策影响相对有限。受益于通行费收入增长及融资成本下行,2023年各企业通行费收入对利息支出的覆盖倍数均有所上升,但部分西部地区及东北地区的收费公路企业的利息偿付尚需依靠其他经营性业务回款或政府支持。

随着国家相关部门发布数据资产入表相关政策,收费公路企业陆续开展数据资产入表工作,目前入表的数据资产规模不大,但可用于内部的降本增效及对外交易,中长期利好收费公路企业的数字化转型及提升运行效率和经营效益。

总体看,随着经济不断增长,公路客货运需求有望继续保持低速增长,收费公路企业整体运行状况将有所改善,行业发展前景向好。经营性高速占比较高的收费公路企业随着其临近到期的路产增多,其面临的行业政策性风险值得关注,考虑到部分企业通过路产收购或业务多元化提升整体抗风险能力,未来几年到期路产对行业信用风险影响总体可控。考虑到政府的有力支持以及良好的再融资能力,联合资信对收费公路行业的信用展望为稳定。■



可选消费行业观察及2025年信用风险展望

文|联合资信 宁立杰 王 阳 肖怀玉

一、行业概况

2024年,全球经济增长放缓,地缘冲突风险增多,个人收入面临更多的不确定性,公众消费决策更趋谨慎。从中国市场来看,2024年前三季度,全国居民人均可支配收入为30941元,扣除价格因素,较上年实际增长4.9%;居民人均消费支出为20631元,扣除价格因素,较上年实际增长5.3%,增速均低于2023年同期水平。2024年以来,针对国内消费不足的情况,我国政府持续出台了一系列政策,例如以旧换新、消费券与消费补贴等,各地促消费政策持续落地。根据国家统计局数据,2024年前三季度我国居民平均消费倾向为66.7%,略高于2023年同期的66.4%。

从可选消费产品的特点来看,可选消费产品的消费频次低于必需消费产品,且具有一定周期性,与国家宏观经济密切相关;通常而言,人口的增加以及人均可支配收入的提升能够有效带动可选消费行业的发展;同时,可选消费产品表现出更新换代的特性,对可选消费领域内的相关企业进行产品升级提出了更高的要求。近年来,房地产景气度下行、人力成本上升、品牌竞争激烈等因素对可选消费行业带来诸多挑战,其中服装、家电、电子消费品等新消费方向较有代表性,具体分析详见下文。

二、2024年细分行业运行分析

纺织服装行业

2024年前三季度,我国终端零售增长动力不足,消

费者信心持续修复中,品牌服饰销售承压,中游制造环节景气度有所恢复。2024年1—9月,我国社会消费品零售总额同比增长3.3%,服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长0.2%,服装零售类消费表现弱于整体消费行业,消费品零售的增长仍有待消费者信心的修复。纺织服装行业产业链不同环节表现有所分化,2024年1—9月,纺织制造相关企业的收入及利润增速更为亮眼,下游品牌服饰销售承压。

出口方面,海外品牌进入补库周期,出口需求量大,但全球纺织服装加工重心逐渐向越南等东南亚国家转移。我国纺织服装出口约占全球30%的出口份额,一方面受到海外消费需求提升的影响,另一方面服装为季节性商品,具有较强的库存周期性,因而出口情况受到海外品牌去库存与补库存周期的影响也较大。从增速及改善趋势来看,越南服饰产品出口同比表现优于中国。2024年1—9月,我国服装及衣着附件出口金额为1181.1亿美元,同比下降2.6%;纺织纱线织物及其制品出口金额为1043.0亿美元,同比增长2.3%。同期,越南纺织品出口金额为273.5亿美元,同比增长7.2%,鞋类出口金额为165.4亿美元,同比增长11.3%。

服装产业链各环节表现有所分化,纺织制造板块企业订单及盈利能力有所恢复。纺织制造企业多数以贴牌代工的出口业务为主,上年同期受下游海外品牌去库存影响,业绩基数较低,随着2024年开始海外品牌库存去化接近尾声,逐渐进入补库存周期,纺织制造环节的订单自2024年初以来同比稳健增长,带动纺织制造行业企业盈利能力同比改善,因此纺织制造



公司的营业总收入及利润整体保持较好的增长趋势（见表1）。其中，盛泰集团因贸易环境复杂，欧美订单波动，收入和利润同比降幅较大。

品牌服饰企业整体盈利偏弱，运动品牌表现优于休闲时尚服饰类企业。我国品牌服饰企业以自有品牌的内销业务为主，2024年前三季度，国内服饰终端消费依然呈现波动态势，线上表现好于线下；同时零售承压使得负向经营杠杆显现，部分公司因费用率提升，利润表现不及预期。在具体品类方面，消费者仍然保持对运动类服饰的需求偏好，运动类企业盈利情况整体好于休闲时尚服饰，2024年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361度营业总收入均同比增长，李宁、361度及滔搏净利润同比有所增长；休闲时尚服饰中，2024年前三季度，森马服饰、比音勒芬和歌力思营业总收入同比增长，净利润仅比音勒芬同比微幅增长。休闲时尚服饰中，男装因上年同期销售基数较高，2024年1—9月同比有所下滑；受消费环境影响，整体女装的销售表现也相对偏弱。

部分纺织服装企业积极通过并购重组或引入外部投资者的方式谋求转型。负债率较低的日播时尚集团股份有限公司，筹划发行股份及支付现金购买四川茵地乐材料科技集团有限公司部分股权，切入锂电池材料领域；现金类资产相对充足的金发拉比婴童用品股份有限公司以现金受让珠海韩妃医疗美容门诊部有限公司股权，进行“母婴+医美”的战略转型。根据证监会发布的《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》要求，部分长期破净的企业也具有一定的并购重组需求，负债率较低、现金类资产充足且经营管理风格稳健的企业，并购重组的试错空间较大。同时，现金并购也对公司资金充足性提出较高要求，也需要关注并购后企业的债务负担情况及资产整合情况。

家电行业

经过三十年的快速发展，我国大家电的保有量已接近发达国家水平，家电市场逐步成熟饱和，增长空间

表1 主要纺织服装上市公司2024年以来盈利情况 (单位: 亿元)

分类	证券代码	证券简称	营业总收入		净利润	
			2024年前三季度	同比 (%)	2024年前三季度	同比 (%)
服装	2020.HK	安踏体育	--	14.07	--	-1.19
	2331.HK	李宁	--	2.53	--	7.10
	1368.HK	特步国际	--	10.13	--	-31.94
	1361.HK	361度	--	18.62	--	26.45
	6110.HK	滔搏	--	7.31	--	15.24
	600398.SH	海澜之家	151.84	-1.87	19.64	-18.88
	002563.SZ	森马服饰	93.41	5.51	7.52	-9.42
	603877.SH	太平鸟	45.06	-12.63	1.07	-48.89
	3998.HK	波司登	--	20.89	--	-38.34
	002832.SZ	比音勒芬	29.74	7.36	7.62	0.54
	002154.SZ	报喜鸟	35.06	-3.58	4.32	-25.17
	003016.SZ	欣贺股份	10.06	-21.54	-0.29	--125.03
	603587.SH	地素时尚	16.00	-12.55	2.79	-32.54
	603808.SH	歌力思	21.39	4.20	0.61	-65.60
	301276.SZ	嘉曼服饰	6.83	-4.02	1.04	-18.41
纺织制造	2313.HK	申洲国际	--	12.21	--	33.82
	300979.SZ	华利集团	175.09	22.40	28.44	24.35
	605138.SH	盛泰集团	26.32	-26.33	0.31	-74.94
	002003.SZ	伟星股份	35.37	23.01	6.28	18.09
	603558.SH	健盛集团	19.08	15.84	2.63	31.22
	603908.SH	牧高笛	10.75	-6.46	0.92	-15.99
	605080.SH	浙江自然	7.84	17.81	1.65	26.28
	300577.SZ	开润股份	30.14	32.74	3.33	183.52
	603055.SH	台华新材	51.45	47.62	6.19	89.31
	601339.SH	百隆东方	60.57	19.44	4.13	-25.37
	603889.SH	新澳股份	38.49	10.14	3.91	4.97
	605189.SH	富春染织	21.80	21.13	1.04	44.58

注: 因数据披露情况不同, 港股公司同比数据采用2024年半年报的同比数据, A股公司同比数据采用2024年前三季度的同比数据
资料来源: Wind, 联合资信整理

日益有限。据国家统计局数据显示, 2024年1—10月, 家用电器和音像器材类社会消费品零售总额虽同比增长7.80%, 但在上年低基数的前提下, 整体增速依然不足。根据奥维云网数据显示, 2024年1—6月, 白

电市场零售额同比下降7.0%, 零售量同比下降3.6%, 市场尚未有明显复苏迹象。在需求不足的影响下, 国内家电市场呈现出以价换量的趋势, 各厂商通过降价以促进销量, 行业价格战加剧。同时, 随着消费者对

家电产品的性价比和实用性更加重视, 家电企业在研发、生产、销售等各个环节进行全面优化和升级, 以根据市场情况调整产品结构和营销策略, 进一步增加了企业的费用压力。

家电增量需求与购置新房、二手房翻修等场景高度相关, 随着房地产市场销售低迷, 家电增量需求规模较小。据国家统计局数据显示, 2024年1—10月, 房地产住宅销售面积累计65367.92万平方米, 同比减少17.70%。从开工及竣工端来看, 2024年1—10月, 住宅开工面积累计44568.66万平米, 同比减少22.60%; 竣工面积累计达41995.15万平米, 在上年高基数影响下, 同比减少23.90%, 竣工面积下降速度同比加快。房地产住宅销售面积和竣工面积的下降导致了家电新增需求的减少。

与国内市场的困境相比, 海外市场成为家电企业寻求新增长点的重要途径。家电产品出口同时也面临着贸易制裁、运输交付等风险。随着欧美国家对我国贸易制裁的风险不断加剧, 家电企业在出口过程中面临着诸多不确定性和挑战。近年来, 国内家电企业纷纷通过自建工厂或并购等方式进行海外产能布局。海外建厂一方面有助于降低上述高额关税成本的风险及降低大型家电产品的运输成本, 提高客户服务效率, 还能够通过并购等方式, 快速借助当地知名品牌进入市场。随着全球制造业产业链的重组和升级, 我国家电企业在全球产业链中的地位和影响力也在不断提升。2024年上半年末, 我国空调、冰箱冷柜、洗衣机产能分别占全球的82.7%、57.6%和52%。

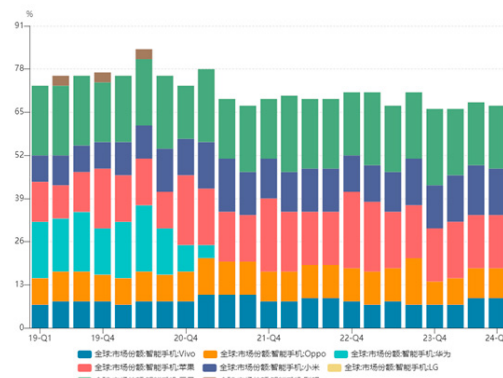
消费电子行业

2024年前三季度, 受益于各品牌新品发布进度恢复、折叠屏及AI电子产品持续推出等因素影响, 全球及中国市场消费电子整体表现呈温和复苏态势。根据IDC (国际数据中心) 披露的数据, 2024年前三季度, 全球及中国市场的消费电子产品出货量均较2023年同

期出现不同程度增长, 其中前三季度智能手机全球出货量分别实现同比增长7.8%、6.5%和4.0% (见图1)。2024年前三季度, 折叠屏手机中国出货量亦持续大幅增长, 同比增长率分别为83%、104.6%和13.6%。根据我国商务部数据, 2024年1—9月, 中关村电子信息产品景气指数较2023年同期有所上涨, 智能手机、电脑产量同比呈增长趋势。2024年1—9月, 行业内企业经营表现也有所提升, A股申万消费电子板块95家上市公司中, 78家公司实现营业总收入同比增长, 51家企业实现利润总额同比增长。

AI技术的应用或将成为消费电子产品换机的重要推动力。2024年, 基于AI模型的消费电子产品陆续面世, 这些产品通过集成AI技术赋能基础功能, 如AI拍摄和图像处理、智能语音交互等功能。智能手机方面, 各大手机品牌通过采用自研模型或引入第三方模型, 强化翻译、编辑图片等功能促进了销售, 如荣耀Magic7、小米15等系列手机。AIPC方面, 2024年的CES展会上, 联想展示了多款AIPC, 如赋能创作过程的YogaPro9i等; 英特尔推出的酷睿Ultra处理器为首款集成神经处理单元(NPU)的产品, 可为笔记本电脑增添AI视频编辑等新功能; 英伟达推出的全新显卡也为AIPC的发展提供了强大的硬件支持。根据Canalys

图1 全球智能手机出货量占比情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

披露的数据, 2024年第三季度, 全球AIPC的出货量达到了1330万台, 占全球PC总出货量的20%。可穿戴设备同样向AI技术的深度融入方向发展, 2024年, 百度推出首款内置中文大模型的原生AI眼镜, Rokid、暴龙眼镜和阿里巴巴(通义千问)合作推出AI音频眼镜。然而, 也需关注消费电子产品的AI功能需要依赖于大量用户数据的收集以及语音交互, 在一定程度上引发了数据安全与隐私泄露的风险。

折叠屏等显示技术创新、芯片等零部件技术升级或将成为消费电子产品迭代方向。持续创新的显示技术也为消费电子设备带来产品迭代方向。Mini LED、Micro LED等新型显示技术的应用将推动产品向更高分辨率、更高对比度以及更低能耗的方向发展。与此同时, 随着AI算法的持续更新, 搭载AI模型的电子产品电源管理系统、计算能力、传感器配置等方面的需求也随之攀升, 亟需更高效能、高性能且低功耗的先进芯片来支撑高强度的计算任务与长时间的续航需求。目前我国高端电子产品核心零部件仍依赖于进口, 尤其是特朗普当选美国总统后, 半导体产业逆全球化趋势凸显, 对国内企业的供应链稳定性和可控性提出了更高要求, 具备核心自主可控技术的电子厂商综合抗风险能力更强。在此背景下, 行业内企业需持续加大在芯片研发与显示技术领域的投资力度, 以确保产品迭代的持续性与竞争力, 从而稳固并扩大自身的市场份额。

非洲等新兴市场消费电子或存在结构性改善需求。非洲、中东和拉美等新兴市场人口基数较大, 人均手机保有量较小, 智能手机渗透率有一定的提升空间。2023年, 中东和非洲地区功能机销量约为1.04亿台, 智能机销量约为1.40亿台, 智能机占比约为57.4%, 较2017年最低点提升了约9.5个百分点。随着新兴市场所在地区网络基础设施建设的完善、当地居民收入的提升, 新兴市场消费电子产品或将进一步结构优化, 适合当地经济水平和使用环境的智能电子产

品需求或将有所提升。

三、行业相关政策分析

2024年以来, 政府一揽子促消费政策密集发布, 多地开展家电、家具、电子产品的以旧换新活动, 消费新场景培育成为促消费、稳增长的重要措施, 可选消费行业内企业面临良好的政策环境。

2024年11月, 国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 旨在推动大规模设备更新和消费品以旧换新, 在消费品方面开展汽车、家电、家装等产品的以旧换新, 鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动, 鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴, 通过政府支持、企业让利等多种方式, 支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造。全国各地政府启动新一轮消费券发放活动, 以实际行动促进消费回暖。例如, 上海发放了“乐品上海”“乐游上海”等多种分类消费券, 北京继续发放冰雪消费券等; 各地政府积极支持家电以旧换新政策, 通过财政补贴、税收优惠等方式鼓励消费者购买新家电。根据商务部数据显示, 截至2024年11月初, 已有3000多万人参与消费品以旧换新, 带动销售超4000亿元。点评: 各地政府持续加大促消费力度, 推动消费市场的平稳健康发展。预计未来将有更多的促消费政策出台, 涵盖更广泛的消费领域和更多的消费群体。

2024年6月, 国家发展改革委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》的通知, 围绕居民吃穿住行等传统消费和服务消费, 培育一批带动性广、显示度高的消费新场景, 例如深化旅游业态融合创新、拓展文体体育消费空间、推动购物消费多元融合发展、培育国货“潮品”消费, 措施中还重点提及拓展汽车消费场景、丰富家装家居消费场景、打造电子产品消费新场景等, 持续推动消费新业

态、新模式、新产品不断涌现。点评：政府采取一系列措施打造消费新场景，涵盖餐饮、文旅体育、购物、大宗商品、健康养老托育以及社区服务等多个领域，全方位激活消费潜力。

2024年以来，我国地产政策经历了一系列调整与优化，在税收、信贷、限购、土地等方面进行了全面调整与优化。税收调整方面，自12月1日起，对个人购买家庭唯一住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税，原针对北京、上海、广州、深圳4个城市个人销售已购买2年以上（含2年）非普通住房征收增值税的规定相应停止执行。多地放宽限购政策，杭州出台楼市新政，住房商业贷款不再区分首套、二套，最低首付款比例统一为15%；福州取消了普通住宅和非普通住宅标准，住房商业贷款不再区分首套房和二套房；威海优化调整房地产相关政策，包含统一首套、二套住房商业贷款首付比例等。金融政策方面，9月24日，央行公布了降低存量房贷利率、统一房贷首付比例等一揽子房地产金融政策，降低了购房者的负担，刺激了市场需求。点评：房地产相关政策的陆续推出，对于增强房地产企业信心、支持居民端合理购房以及稳定房地产市场平稳发展起到重要作用，有望对家电、家居等领域的消费需求形成一定支撑。

四、行业内企业信用状况

2024年1—9月，可选消费行业内1家企业的2支债券发生违约、5家企业存在主体信用等级下调的情况；存续债券以可转换公司债券、中期票据和公司债券为主；存续债券到期时间主要集中在2025—2027年，其中2025年到期债券规模较大，存在一定的债券兑付压力。

行业内企业新发债券情况

2024年1—9月，可选消费行业新发行信用债共53期（包括中期票据20期、可转换公司债券5期、公司债券7期、短期融资券15期等），发行金额合计461.91亿元、票面利率最高为5.00%。截至2024年9月底，新发主体中，除1支可交换债发行主体未进行主体信用评级外，其他22家新发债企业主体信用等级集中在AA~AAA，分别为4家、6家和7家。

行业内企业到期债券情况

2024年1—9月，可选消费行业发债企业共有1家公司的2支债券到期，为华晨汽车集团控股有限公司发行的企业债，发行金额合计21亿元，其主体和债项信用评级于2023年6月8日被维持为C，于2024年6月26日被终止评级。上述债券已于2020年11月20日因提前到期未兑付而实质违约。

行业内企业存续债券情况

截至2024年9月底，可选消费行业存续债券共198期，债券余额合计1559.90亿元，其中存续中期票据47期，金额合计409.40亿元；存续可转换公司债券67期，余额合计482.45亿元；存续公司债券50期，余额合计407.14亿元。

从发债主体来看，截至2024年9月底，可选消费行业发债（存续债）公司中，具备主体信用等级的企业共92家，企业主体信用等级集中在AA~AA（见图2）。

2024年，行业内主体信用等级存在下调的共5家，其中3家被下调至A-，1家被下调至C；所发行债券共计5支，其中1.44亿元将于2025年到期，9.49亿元将于2026年到期，6.09亿元将于2027年到期。2024年被下调主体信用等级级别的企业均发生利润连续亏损，且呈现出不同的个体风险特征，考虑到2025年可选消费品市场竞争将愈加激烈，上述企业存在进一步被下调的可能（见表2）。

截至2024年9月底，可选消费行业存续债券中，债券主要集中于2025—2027年到期（或回售），其间到期（或回售）债券余额合计1096.81亿元，其中将于2025年到期（或回售）的债券余额517.76亿元，行业整体在2025年存在一定的债券兑付压力（见图3）。

五、行业展望

2024年，政策刺激对可选消费品需求有较大的提振作用，但宏观经济环境的变化导致个人收入面临

更多的不确定性，公众消费决策更趋谨慎。行业内企业的竞争进一步加剧，利润空间被挤压，尾部企业的经营压力加大，信用风险也会愈加突出。从经营层面看，具备良好的供应链管理能力和技术创新能力、品牌优势等龙头企业的经营优势会进一步扩大，缺乏上述能力的企业，可能难以在价格战中保持盈利能力，存在产品更迭速度缓慢面临市场淘汰，过度依赖进口原材料或出口产品，成本控制能力弱，同时受到大型企业和新兴品牌的双重挤压等风险。从财务层面看，充裕的资金储备可以帮助企业抵抗行业周期波动，企业有更多的资金投入研发，从而提升企业的核心竞争力；现金流良好的企业在运营稳定性、偿债能力、融资成本及产业扩张等方面帮助企业实现长期稳定的发展。稳健的资本结构可以降低财务风险，提高财务的灵活性，抗风险能力更强。

从债券市场表现来看，可选消费行业发债主体信用级别主要集中在AA-~AA区间，2024年发生主体级别下调的企业呈现出不同的个体风险特征。随着刺激消费政策的陆续落地，行业内企业出现大规模信用下调风险的可能性较低。我们更关注发债企业所呈现的个体性信用风险。如何在激烈的行业竞争中保持优势、提高资产运行效率和产品盈利能力，是发债企

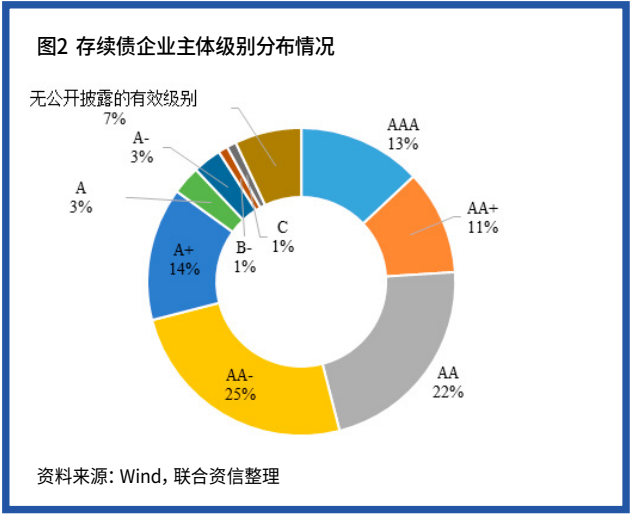


表2 2024年存在级别下调主体情况

发行人	最近一次调整前主体评级结果	最近一次调整后主体评级结果	调整日期	调整原因
东方时尚驾驶学校股份有限公司	A+/负面	A-/负面	2024/10/18	2023年被出具保留意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告，股票被实施其他风险警示；实际控制人因信披问题被中国证监会立案；学员规模下降利润连续亏损；涉及借款合同诉讼
天创时尚股份有限公司	A+/稳定	A-/负面	2024/6/27	2023年被出具无法表示意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告；公司股票被实施退市风险警示；需求偏弱且销售费用保持较大规模，利润连续亏损
广东华锋新能源科技股份有限公司	A/稳定	A-/稳定	2024/6/25	连续亏损且因商誉减值、产品销价下降而亏损幅度加大；对客户议价能力低，经营获现能力弱
南京泉峰汽车精密技术股份有限公司	AA-/稳定	A+/稳定	2024/6/21	连续亏损且亏损幅度加大；新增产能较难消化；债务负担重进而导致财务费用高企
搜于特集团股份有限公司	CC/负面	C	2024/3/13	2020年应收账款和存货占款严重，债务负担加重，需求下降导致连续大额亏损；2024年发生债务逾期，主要银行账户、资产已被法院冻结/查封；搜于退债利息未按时兑付

资料来源：根据Wind及公开资料整理



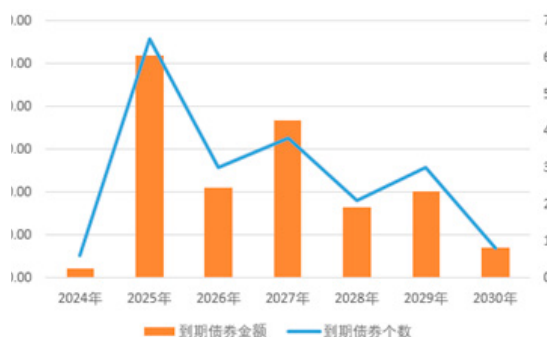
业现阶段急需解决的问题。

细分行业方面, 纺织制造行业景气度将持续向好, 行业向头部集中为长期趋势。在全球经济不确定性增强的背景下, 纺织制造环节龙头企业均在海外进行产能布局, 能够在一定程度减轻国际贸易关系及关税成本增加的风险, 如申洲国际在越南与柬埔寨布局海外生产基地, 国内与国外产能分布相对均衡。品牌服饰企业受国内经济环境影响, 各品牌出现结构性差异, 高性价比品牌及细分领域龙头品牌的增长性较好。当前消费群体对运动类产品偏好的延续性较好, 且龙头公司的经营策略以稳健为主, 预计运动类品牌未来仍能够在一定程度上

保持收入和利润的增长; 休闲服饰方面, 森马服饰等高性价比定位的龙头公司盈利能力表现出一定韧性, 未来预计行业内的大众高性价比服饰龙头公司和小众细分高端服饰龙头公司的财务表现更趋于稳健, 抗风险能力较强; 过度依赖营销、销售费用高企的大众服饰企业, 在当前市场环境下或面临较大压力。国内家电、家具、照明等需求或将随地产政策出台而企稳回升, 但仍需关注存货等资产减值和应收账款等信用减值风险对地产相关产业信用水平的影响。海外订单将集中于海外产能布局广、供应链控制程度高的家电代工企业, 同时, 海外当地认可度高的品牌, 营销策略与渠道拓展阻力更小, 市场占有率有望继续提升。消费电子产品需求复苏, 行业内企业需要在AI、核心零部件等方向持续投资以保证产品竞争力; 考虑到新兴市场存在消费电子产品结构性优化需求, 行业内企业可通过低价智能产品线开拓新兴市场份额。因此, 消费电子产品企业面临较大的资金投入压力及研发成果转换风险。市场将会向具备强大品牌影响力、多元化产业布局及充足资本支撑的消费电子终端企业集中。

展望2025年, 随着促进消费政策的落地显效, 可选消费品行业景气度将保持稳定, 头部企业凭借自身竞争优势, 信用水平将得以巩固, 可选消费行业在2025年全年预计整体维持稳定发展态势。■

图3 可选消费行业企业存续债券期数和规模分布情况
(单位: 期、亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理



建工行业增速持续回落，随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策， 建工行业流动性压力或将有所缓解 ——建筑施工行业研究报告

文|联合资信 高志杰 杨 柳 冯熙智 谭伟祯

一、行业概况

建筑业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与宏观经济走势高度相关。近年来，建筑业增加值占国内生产总值比重整体较为稳定，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

2024年前三季度，全国建筑业总产值同比增长4.40%，增速低于国内生产总值增速0.40个百分点；建筑业实现增加值（现价）6.09万亿元，占国内生产总值（现价）的比重为6.41%，略低于2023年前三季度比重（6.43%）。通常第四季度建筑业增加值占比更高，预计2024年全年建筑业增加值占国内生产总值的比重同比变化较小，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

二、行业环境

宏观经济环境

2024年以来，受房地产投资持续低迷影响，前三季度建筑业增速有所回落；房地产行业景气度和基建投资对建筑业产值增长造成较大影响。宏观经济政策持续保持宽松，国家通过加大逆周期调节力度，努力完成经济增长目标。

作为国民经济支柱产业之一，2024年1—9月，全国建筑业实现总产值21.74万亿元，同比增长4.40%，增速较上年同期下降1.40个百分点，主要系受房地产投资持续低迷影响所致；2024年1—10月，全国完成房地产开发投资8.63万亿元，同比下降10.30%，降幅同比扩大1.00个百分点；2024年1—10月，全国基础设施投资同比增长9.35%，增速同比提高1.08个百分点。

宏观政策方面，2024年前三季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月政治局会议精神，聚焦宏观政策持续用力、更加给力，用好超长期国债支持“两重、两新”工作；加快专项债发行使用，尽快形成实物工作量；综合采取多种货币工具，降低实体经济融资成本；加快资本市场“1+N”政策体系建设，落实新“国九条”。2024年第四季度，中央出台10万亿化债计划、实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加紧推出一揽子增量政策，加大财政和货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困，努力完成全年经济增长目标。

行业监管与行业政策

2024年以来，建筑行业相关政策仍以规范行业管理和促进行业转型升级为主导，对原有政策标准进行

修订完善。此外，为加快构建房地产发展新模式，房屋体检、房屋养老金、房屋保险等制度正在研究建立，为建筑业转型升级提供了新机遇。

三、行业周期及目前所处的阶段

建筑业长周期特征较为明显，且当前周期被动拉长，目前我国建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段，2024年以来国家持续出台“稳增长”政策，财政货币政策和房地产调控政策组合拳持续出台，对建筑业形成一定支撑，未来需持续关注下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

房地产和基建为建筑业下游两大主要需求来源，2013年起，基础设施建设投资增速处于长期下行趋势，房地产开发投资增速在2012至2015年处于下降趋势，2016年起实现回升。2020年以来，受房地产企业“三道红线”融资限制及房地产市场供需发生变化影响，房地产开发投资整体呈下降趋势，对建筑业总产值和企业盈利能力均造成较大影响，建筑业下行压力加大。2021年以来，房地产投资完成额增速持续下探，基础设施建设投资增速于2021年末触底后反弹至10.00%上下波动。2022年二季度开始，房地产投资持续负增长，对固定资产投资形成一定拖累。2024年1—10月，全国固定资产

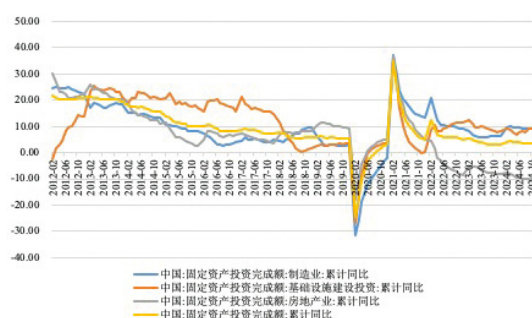
投资完成额41.94万亿元，同比增长3.40%，较2023年同期水平小幅提升但较2019年及之前年度同期水平差距较大，增长仍面临较大压力（见图1）。

四、行业竞争态势分析

受监管环境、企业性质不同影响，近年来建筑业集中度逐步提升，形成了多层次竞争格局。抗风险能力强、拥有融资和技术优势的中央和地方国有建筑企业有望维持业绩增长态势，随着其市场占有率的进一步提高，叠加民营建筑业企业逐渐被动出清，建筑业集中度将持续提升。

从公开发债企业营业总收入变动率来看，不同所有制企业营业总收入增速分化较为明显。近年来，中央国有企业和地方国有企业营业总收入增速基本呈小幅波动趋势，2020年增速均有所下降，2021年地方国有企业营业总收入增速小幅回升；民营建筑企业营业总收入增速则波动很大，2020年增速降为负值，2021年小幅回升后再度降为负值，且与中央及地方国有企业差距逐步拉大。2022年起，不同所有制企业营业总收入增速均出现不同程度下降，其中民营建筑企业在行业景气度下行和公共卫生事件冲击双重影响下，营业总收入增速下降幅度明显高于中央国有建筑企业和地方国有建筑企业，表明其融资、项目承接、抗风险及获取外部支持等综合能力明显弱于中央和地方国有建筑企业（见图2）。

图1 2012年2月—2024年10月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、行业增长与盈利能力趋势分析

行业增长分析

建筑业是由需求驱动的行业，行业增长主要取决于下游需求。整体看，建筑业短期及长期增长均面临较大压力，2024年前三季度全国建筑业总产值增速同比有所回落，新签合同额增速由正转负，未来行业总体有

望维持中低速增长态势。

从行业层面来看，2024年前三季度，全国建筑业实现总产值21.74万亿元，同比增长4.40%，增速较上年同期下降1.40个百分点，主要系下游房地产市场需求疲软等因素影响所致。

从“量”来看，2024年前三季度，全国建筑业新签合同额22.32万亿元，同比下降4.74%，增速由正转负，较上年同期下降4.75个百分点，降幅明显。截至2024年9月底，全国建筑业签订合同总额（在手）61.04万亿元，较上年同期增长1.81%，且增速较上年同期末增长0.54个百分点，在手订单增速为正但新签订单增速转负，主要受部分房地产项目停建缓建导致开工率下降等因素影响所致（见图3）。

上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2023年以来，受下游市场需求低迷影响，水泥和钢材价格波动下降；随着下游市场需求低迷和国家持续出台刺激政策影响，预计后期水泥、钢材价格将呈现震荡走势。

建筑施工企业的上游“原材料”主要为各类建材，其中钢筋和水泥对建筑总造价的影响一般超过30.00%，其价格波动对建筑施工企业成本影响较大。水泥价格于2024年4月份降至2017年下半年以来

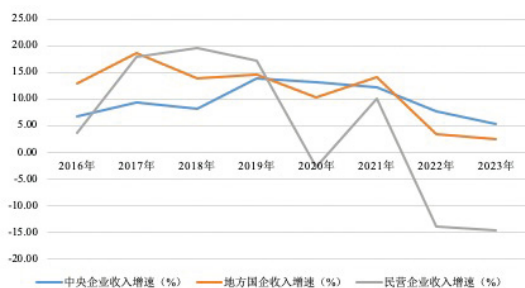
价格新低，2024年5月开始，水泥行业去产能效果逐步显现，水泥价格逐步回升。2023年以来，受房地产投资持续低迷影响，钢材价格整体震荡下行，2024年8月钢材价格降至2018年以来新低；2024年9月，中央提出促进房地产市场止跌回稳等刺激政策，钢材价格有所回升。

下游需求分析

2024年以来，房地产市场开发投资、销售以及施工增速仍为负，国家持续出台刺激房地产市场止跌回稳政策，对于推动库存消化和改善房企流动性等方面带来一定边际改善，但仍需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况；基建投资增速较上年同期小幅回升，总体保持相对平稳的增长态势；未来随着更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策实施，对于释放基建投资潜力或将起到较强的促进作用。

房地产开发投资方面，2024年1—10月，全国完成房地产开发投资86308.9亿元，同比下降10.3%，累计投资增速自2023年以来持续为负且逐月回落。销售方面，2024年1—10月，全国商品房销售面积77930.2万平方米，同比下降15.8%，累计同比增速自2022年2月以来持续为负。施工方面，2024年1—10月，全国房屋新开工面积61226.9万平方米，同比下降22.6%，2021年7月以来累

图2 2016—2023年不同所有制样本企业营业总收入同比变化情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 2014年以来建筑业总产值及新签合同情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

计同比增速持续为负(见图4)。

基础设施建设投资方面, 2024年1—10月, 全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长9.4%, 增速环比和同比分别提高0.1个百分点和1.1个百分点, 总体保持相对平稳的增长状态; 基础设施投资持续增长对稳定固定资产投资发挥较大作用(见图5)。

建筑施工企业¹收入及盈利分析

2021—2023年, 建筑施工企业营业总收入和利润总额合计规模均呈持续增长态势, 但营收增速持续放缓; 同期建筑施工企业整体盈利水平呈波动下降趋势。中央国有企业和地方国有企业表现出相对更强的经营韧性, 而民营企业营收和利润增速均下滑明显。2024年前三季度, 建筑施工企业营业总收入和利润总额合计规模均同比下降, 盈利水平低于上年同期。

2021—2023年, 建筑施工企业营业总收入和利润总额均呈持续增长态势, 分别年均复合增长7.90%和6.79%, 营业利润率中位数呈波动下降趋势。2024年1—9月, 建筑施工企业营业总收入同比下降5.78%, 利

润总额合计同比下降9.17%。同期, 建筑施工企业营业利润率中位数为9.52%, 较2023年1—9月营业利润率中位数(9.26%)提高0.26个百分点。

从不同所有制建筑施工企业来看, 2021—2023年, 受下游行业的投资放缓影响, 中央国有企业和地方国有企业表现出相对更强的经营韧性, 而民营企业营收和利润增速均下滑明显。2024年1—9月, 样本中不同所有制建筑施工企业的营业总收入合计数和利润总额合计数均较上年同期有所下降。其中, 地方国有企业营业总收入合计数和利润总额合计数的降幅最大, 分别为-13.42%和-17.07%, 民营企业利润总额继续负增长。

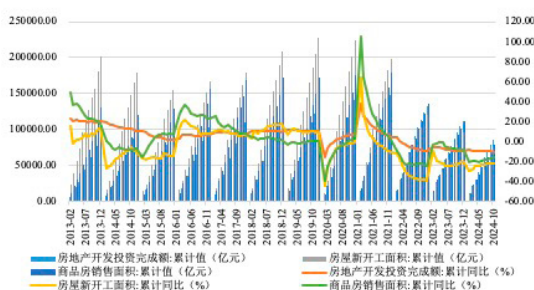
六、行业杠杆与偿债能力

现金流情况

建筑行业现金流受施工周期影响呈现明显的周期性, 四季度普遍为集中回款期, 前三季度的经营性现金流出规模较大。

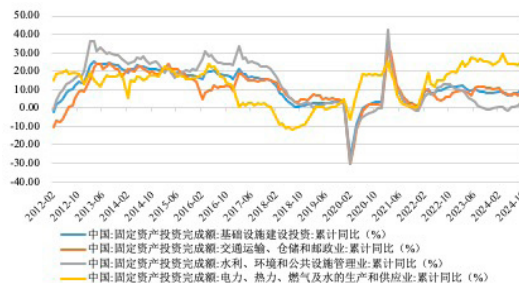
2024年前三季度, 建筑行业经营回款质量保持稳定, 现金收入比中位数97.58%, 同比提高3.25个

图4 2013年2月至2024年10月房地产投资、开工及销售情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 基建投资分项增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ 建筑施工企业财务表现分析部分, 仅保留 2021—2023 年及 2024 年前三季度财务数据完整的企业样本, 样本数量为 163 家, 未剔除母子公司影响。

百分点；受行业回款周期性特征、下游投资持续低迷及PPP等投融资项目持续推进等因素影响，建筑施工企业经营和投资活动产生的现金流为负，分别为-7682.81亿元和-4588.93亿元，缺口分别同比扩大84.77%和同比收窄26.57%；筹资活动产生的现金流量净额合计10199.97亿元，同比下降3.17%，净融资规模有所收缩。

有息债务情况

受投融资项目持续投入和垫资施工等因素影响，建筑施工企业普遍存在较大的资金压力，主要表现为资产负债率较高、短债规模较大等特点。

截至2024年9月底，建筑施工企业资产负债率平均值为74.73%、中位数为77.25%，分别较上年底下降0.09个百分点和增长0.98个百分点；有息债务规模合计89524.57亿元，较上年底增长14.80%，其中短期债务为31910.57亿元，较上年底增长15.49%，长期债务为57614.00亿元，较上年底增长14.42%。截至2024年9月底，建筑施工企业全部债务资本化比率平均值为52.81%、中位数为53.54%，分别较上年底上升1.94个百分点和上升2.50个百分点。从不同所有制建筑施工企业来看，截至2024年9月底，中央国有企业和地方国有企业资产负债率平均值分别为74.28%和78.70%，分别较上年底下降0.07个百分点和下降0.03个百分点，中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资环境相对宽松，且政策导向下的资金投放更多流向建筑业龙头企业，在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳；民营企业资产负债率平均值为63.99%，较上年底下降0.29个百分点，主要系民营企业融资环境相对紧张导致债务规模被动收缩。

偿债指标

近年来，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化程度较

高，民营企业流动性紧缩趋势愈发明显，需持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。

短期偿债指标方面，截至2024年9月底，中央国有企业货币资金/短期债务中位数为0.79倍，较上年底下降22.20%；地方国有企业货币资金/短期债务中位数为0.52倍，较上年底下降21.50%；民营企业货币资金/短期债务中位数为0.70倍，较上年底下降40.43%。建筑施工企业短期流动性整体趋紧，中央国有企业和地方国有企业短期流动性分化程度不断降低，民营企业短期偿债压力较2023年底更大，流动性紧缩趋势愈发明显。

长期偿债指标方面，2021—2023年，建筑施工企业全部债务/EBITDA中位数持续增长，分别为5.70倍、6.35倍和6.38倍，整体长期偿债指标表现持续弱化。分企业性质看，2023年，中央国有企业全部债务/EBITDA中位数为5.54倍，较2022年增长8.76%；地方国有企业全部债务/EBITDA中位数为9.80倍，较2022年增长9.31%；民营企业全部债务/EBITDA中位数为5.50倍，较2022年增长80.07%。

七、企业信用状况

债券发行情况分析

2024年前三季度，建筑施工企业发债期数及规模同比有所增长，超短期融资债券发行规模优势仍明显；从交易场所看，银行间债券发行期数及规模均领先于交易所债券；从发行主体级别看，高等级发行主体优势明显；从企业性质看，中央国有企业仍为建筑施工企业的发债主力，发债规模明显领先于其他所有制企业，民营企业暂时退出债券发行市场（见表1）。

债券发行利率分析

2024年前三季度，建筑业发债主体债券发行利率

表1 2024年前三季度建筑施工企业债券发行同比情况 (单位: 亿元、期)

种类	2023年前三季度			2024年前三季度			期数同比增幅 (%)	规模同比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
主体级别								
AAA	253	3781.36	86.35	340	4559.76	89.32	34.39	20.59
AA ⁺	56	433.00	9.89	71	429.80	8.42	26.79	-0.74
AA	33	164.70	3.76	29	115.14	2.26	-12.12	-30.09
合计	342	4379.06	100.00	440	5104.70	100.00	28.65	16.57

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

均值整体较上年同期有所下降, 信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

2024年前三季度, 建筑业发债主体债券发行利率均值整体较上年同期有所下降, 其中超短期融资券和一般企业债券的发行利率均值下降幅度相对较明显。值得关注的是, 一般中期票据AAA级债券发行利率区间宽度较大, 主要系部分AAA级地方国有企业超短期融资券发行利率明显高于正常水平所致。AA⁺级别发行主体中期票据的发行利率区分度较弱, 主要系样本数量较少导致数据有所偏差。

若剔除上述极值干扰, 信用等级对信用风险仍表现出较强的区分度, 即建筑业债券发行主体的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系 (见表2)。

级别及展望调整情况

2024年1—9月, 建筑业债券市场发行主体中共有3家企业信用等级调升, 5家企业主体信用等级发生下调, 部分主体伴随评级展望调整。信用等级调升的企业均为AA⁺上调至AAA; 信用等级调降的企业中, 由AA⁺连续下调至C的企业1家, AA下调至AA⁻的企业1家, AA⁻连续下调至BB的企业1家, A⁺下调至A的企业1家, A下调至C的企业1家。

从等级调整企业性质来看, 2024年1—9月, 主体信用等级被调升的企业中, 2家为地方国有企业, 1家为中



央国有企业; 信用等级被调降的主体中, 4家为地方国有企业, 1家为民营企业。

八、总结

作为国民经济支柱产业之一, 建筑业周期性明显, 其发展情况与宏观经济走势高度相关。房地产行业景气度和基建投资对建筑业产值增长影响较大, 2024年以来, 受房地产投资持续低迷影响, 建筑业产值增速有所回落。

目前我国建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段，2024年以来国家持续出台“稳增长”政策，财政货币政策和房地产调控政策组合拳持续出击，对于推动库存消化和改善房企流动性等方面带来一定边际改善作用，但房地产市场开发投资、销售以及施工增速仍为负，需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况；基建投资增速较上年同期小幅回升，总体保持相对平稳的增长态势；未来随着更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策实施，对于释放基建投资潜力或将起

到较强的促进作用，但仍需持续关注未来下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

整体看，建筑业的业务模式导致其呈高杠杆运行，业内企业普遍存在较大资金压力。近年来，不同所有制企业之间分化程度较高，民营企业流动性紧缩趋势愈发明显，需持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，建工行业流动性压力或将有所缓解。■

表2 2024年前三季度建筑业债券发行主体主要券种发行利率及发行利差统计 (单位: 家)

项目			2023年前三季度					2024年前三季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)		样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期融资债券	小计	159	1.79~7.87	3.06	106.33	--	172	1.66~3.45	2.17	55.01	--
		AAA	126	1.79~7.87	3.08	108.45	--	138	1.66~3.45	2.11	49.15	
		AA ⁺	22	2.14~3.90	2.80	82.94	-25.51	25	1.92~2.99	2.36	71.47	22.32
		AA	11	2.56~6.00	3.39	128.76	45.82	9	2.00~3.30	2.64	99.12	27.64
	一般短期融资券	小计	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--	9	1.97~3.28	2.51	83.87	--
		AAA	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--	4	2.10~3.28	2.60	90.17	
		AA ⁺	--	--	--	--	--	3	1.97~2.37	2.11	59.95	-30.22
		AA	--	--	--	--	--	2	2.77~3.12	2.95	107.15	47.20
中长期	一般公司债	小计	76	2.30~6.50	3.30	93.93	--	93	1.98~3.80	2.53	51.27	--
		AAA	65	2.30~4.50	3.20	85.19	--	88	1.98~3.80	2.50	48.47	
		AA ⁺	6	2.85~3.98	3.43	111.35	26.16	2	2.60~2.75	2.68	57.24	8.77
		AA	5	3.49~6.50	4.42	186.67	75.33	3	2.72~3.80	3.34	129.53	72.29
	一般企业债	小计	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--	3	2.30~2.86	2.61	37.75	--
		AAA	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--	3	2.30~2.86	2.61	37.75	
		AA ⁺	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	93	2.68~6.50	3.70	136.57	--	148	2.08~5.00	2.80	86.91	--
		AAA	56	2.68~6.50	3.46	113.52	--	104	2.13~4.30	2.78	80.56	--
		AA ⁺	28	3.14~5.88	3.92	160.42	46.90	37	2.08~4.19	2.76	89.92	9.36
		AA	9	3.70~5.80	4.51	205.75	45.33	7	2.33~5.00	3.34	165.23	75.31
	总计		330	1.79~7.87	3.30	112.28	--	425	1.66~5.00	2.48	65.79	--

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

全球CDMO行业分析： 竞争格局、发展趋势与投资机遇

文|联合资信 王佳晨子 崔濛骁

一、行业概览

行业概况

CDMO服务内容为医药生产外包和工艺开发，涵盖从临床前到商业化的全流程，行业主要驱动力包括创新药研发需求增加、研发投入加大和外包比例提升。

CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization) 为医药外包服务的一个细分领域，服务内容为生产外包和工艺开发，即根据下游客户提供的目标化合物的化学结构和技术指标，进行工艺开发、验证及优化工作，并在此基础上提供生产服务。

根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球CDMO市场规模达到了约750亿美元，预计到2027年将以年复合增长率 (CAGR) 约为13.60%的速度增长至1330亿美元（见图1）。该市场规模快速增长的主要驱动力包括：1) 创新药研发需求增加。随着全球对创新药的需求不断上升，尤其是生物制品、细胞治疗和基因治疗等新兴疗法的快速发展，制药企业对CDMO服务的需求也随之增加；2) 研发投入加大。全球制药行业的研发投入持续增长，2023年全球医药研发投入预计将达到2040亿美元，其中大部分资金用于新药研发和临床试验；3) 外包比例提升。为了降低成本、提高效率并专注于核心业务，越来越多的制药企业选择将部分研发和生产环节外包给专业的CDMO企业。根据Frost

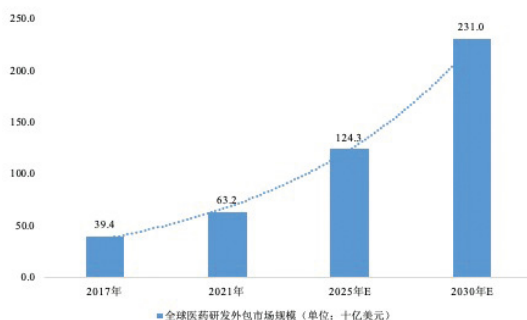
& Sullivan的预测，全球医药研发投入外包比例将由2022年的46.5%提升至2026年的55.0%（见图2），中国医药研发投入外包比例将由2022年的42.6%提升至2026年的52.2%。

图1 2019—2024年全球医药市场规模及预测情况



资料来源: Frost & Sullivan, 联合资信整理

图2 全球医药研发外包市场规模及预测



资料来源: Frost & Sullivan, 联合资信整理

行业供需

行业需求端包括大型跨国制药企业、中小型生物技术公司和科研机构，预计将高速增长；供给端分化严重，头部效应显著，行业存在一定闲置产能。

从需求端看，根据IQVIA (2023年) 的数据，全球药品市场预计将以年复合增长率约为4.70%的速度增长，到2025年市场规模将达到约1.6万亿美元。这种增长主要受到新兴市场的需求增加、慢性病发病率上升以及新药研发的推动，如生物制剂和专科药物领域等。CDMO行业客户主要有以下几类：1) 大型跨国制药企业：如辉瑞 (Pfizer)、默沙东 (Merck)、罗氏 (Roche) 等，这些企业在全球市场上占据主导地位，但由于内部资源有限，往往会将部分研发和生产环节外包给CDMO企业。这类客户的需求特点是订单量大、要求高、合作长期稳定。2) 中小型生物技术公司：这类公司通常专注于创新药研发，但缺乏自有生产能力，因此对CDMO服务的需求非常强烈。随着全球创新药研发的热潮，中小型生物技术公司的数量不断增加，成为CDMO行业的重要客户群体。这类客户的需求特点是项目多、周期短、灵活性要求高。3) 科研机构 and 高校：这些机构主要从事基础研究和早期药物发现工作，订单规模相对较小。

从供给端看，根据Informa Pharma Intelligence 的报告，2023年的CDMO行业平均产能利用率为78.50%，供给端分化严重。行业内存在一定的闲置产能，但一些热门领域的生产资源紧张。根据Evaluate Pharma数据，截至2023年底，全球活跃的CDMO企业大约有1500家。这些企业的规模差异较大。据Pharm Source统计，前20名的CDMO企业收入占据了市场总收入的大约60%，行业内的头部效应显著。

二、竞争格局

当前竞争格局

全球CDMO市场由少数几家大型跨国企业主导，



如药明康德、凯莱英、Lonza等。北美和欧洲是主要市场，亚太地区特别是中国和印度因成本优势和技术进步逐渐崛起。

CDMO行业的主要参与者可划分为以下三类：大型跨国CDMO，如药明康德、凯莱英、Lonza、Catalent等，这类企业能够提供全面的服务，覆盖从小分子到大分子的广泛领域，在全球范围内设有多个生产基地，能够满足客户的不同需求。中型专业化CDMO，主要为专注于特定技术或治疗领域的公司，如细胞和基因治疗、连续制造等。例如，博腾股份 (Porton Biopharma) 在小分子CDMO领域具有较强的竞争优势，而药石科技 (Pharmablock) 则专注于药物分子砌块的研发和生产。小型利基玩家，这类企业通常在某一特定地区或技术上具有专长，如某些新兴市场的本地企业或拥有独特技术的小型企业。例如，皓元医药 (HiPep) 在化学合成和药物发现方面有独特的技术平台。

全球CDMO市场呈现出大型企业占据主导地位

的特征。少数几家大型跨国企业占据了大部分市场份额。根据IQVIA数据, 药明康德 (WuXi AppTec) 和凯莱英 (Asymchem) 分别以9.60%和7.30%的市场份额位居前列, Lonza、Catalent、Samsung Biologics等也是重要的市场参与者。从区域分布看, 北美和欧洲是CDMO服务的主要市场, 合计占据了约70%的市场份额。中国和印度等新兴市场由于其成本优势和技术进步, 吸引了越来越多的国际制药公司外包业务。

主要竞争者优劣势分析

不同规模的CDMO公司在全球布局、技术专长、成本效益等方面各有优劣。

CDMO公司在竞争中的优劣势主要体现在全球

布局、技术专长、成本效益、客户依赖和创新能力等方面。全球布局广泛的公司通常具备更强的综合服务能力, 但成本较高; 专注于特定技术领域的公司则在该领域内具有较强的竞争优势, 但也可能面临市场局限 (见表1), 中国市场的CDMO企业凭借成本优势和技术创新能力逐渐崛起, 但在国际市场上仍需提升品牌认知度和客户基础。

竞争格局变化

国际市场上, 受地缘政治因素影响, 供应链安全性和本土化生产的需求增加, 制造业回流当地。中国市场创新药研发需求增加, 但新冠疫情影响减弱后, 部分海外需求流失, 行业分化加重。

在国际市场, 尤其是欧美等成熟市场, CDMO行

表1 部分CDMO公司优劣势对比

公司名称	优势	劣势
大型跨国CDMO		
药明康德WuXi AppTec	在中国市场占据主导地位, 同时积极拓展国际市场, 提供一站式服务从药物发现到商业化生产, 成本效益高, 技术创新能力强	国际业务扩张可能面临文化差异和法规适应的问题; 中美贸易摩擦可能对其在美国市场的运营造成一定影响; 品牌知名度和客户基础不如一些老牌CDMO
Lonza	全球布局广泛, 生产设施现代化, 质量管理体系卓越, 长期服务于制药行业的信誉	相对较高的成本结构可能限制了价格灵活性; 对大规模项目的依赖可能导致资源分配不均
Catalent	在口服固体制剂和复杂制剂技术方面处于领先地位, 快速响应客户需求的能力强	相比其他大型CDMO, 其生物制品生产能力有限, 可能影响其在快速增长的生物药市场的竞争力
Samsung Biologics	专注于生物制药合同制造, 拥有先进的设施和大规模生产能力, 在生物仿制药领域具有较强的竞争优势	国际业务扩张可能面临文化差异和法规适应的问题; 中美贸易摩擦可能对其在美国市场的运营造成一定影响
中小型CDMO		
凯莱英	在连续性反应技术和生物酶催化技术方面处于全球领先地位, 拥有稳固的国际大型制药企业客户基础, 全球化布局使其在国际市场具有竞争力, 且毛利率较高	公司收入高度依赖少数几家大客户, 市盈率较高, 股价波动风险较大, 且对大客户的依赖可能影响业绩稳定性
博腾股份	业务多元化, 涵盖小分子、生物大分子和基因细胞治疗等领域, 灵活的业务模式使其能够快速响应客户需求, 成本控制良好, 尤其在GMP中间体业务上有较强竞争力	战略调整曾导致业绩下滑, 市场份额较小, 盈利能力较弱, 净利润率和毛利率低于行业领先者, 面临较大的市场竞争压力
九州药业	专注于小分子CDMO, 尤其在原料药和中间体的定制研发生产方面表现出色, 成本控制良好, 国内市场潜力大, 未来有望受益于中国创新药研发需求的增长	国际化程度较低, 海外市场占比小, 限制了增长空间; 规模较小, 营收和利润远低于行业龙头, 研发投入不足, 可能影响技术创新和新业务拓展
皓元医药	在药物分子砌块和中间体的研发、生产和销售方面具有较强优势, 创新能力突出, 拥有多项自主知识产权, 国内市场份额快速增长, 特别是在创新药研发领域有较强的竞争力	国际化程度有限, 海外业务占比小, 国际市场的开拓仍需加强; 规模较小, 营收和利润远低于行业龙头, 面临的市场竞争激烈, 价格竞争压力大
康龙化成	提供从药物发现到商业化生产的全流程服务, 全球布局广泛, 客户资源丰富, 涵盖跨国药企和中小型生物技术公司, 综合竞争力强	毛利率近年来有所下降, 面临成本控制和定价压力; 市场竞争加剧, 业务扩张带来的管理和整合挑战可能影响运营效率

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

业的竞争格局正在发生变化。随着全球供应链安全性和稳定性的关注度提升,许多国家和地区开始重视本土化生产和供应链多元化。美国政府提出“回流”政策,促使一些跨国制药企业重新评估其外包策略,增强对本地CDMO服务的需求。与此同时,中国和印度等新兴市场的CDMO企业凭借其成本优势和技术进步。

中国CDMO行业市场需求持续增长。随着中国医药产业从仿制药向创新药转型,创新药研发需求不断增加,CDMO企业迎来了广阔的市场空间。中国政府出台了一系列支持创新药研发的政策,如药品上市许可持有人制度(MAH)、新药审评审批制度改革等,进一步推动CDMO行业的发展。随着更多企业进入CDMO领域,国内市场竞争激烈,价格竞争加剧,利润空间受到挤压。

三、宏观因素影响

宏观经济及人口结构的变化、政策法规的引导、投融资环境的改善以及行业产能过剩情况的调整,共同影响着CDMO行业发展。未来,随着全球医药市场的不断扩大和技术不断创新,CDMO企业需要通过技术创新和差异化竞争来应对市场挑战。

宏观经济及人口结构

全球经济复苏和新兴市场的崛起为CDMO行业带来机遇。人口老龄化和健康意识提升增加了对高质量医疗服务和创新药物的需求。

新兴市场的崛起为CDMO行业带来机遇。人口老龄化和健康意识提升增加了对高质量医疗服务和创新药物的需求。根据国际货币基金组织(IMF)的数据,2023年全球GDP增长率预计为2.98%,尽管增速较之前有所放缓,但医疗保健支出预计将稳步增加。根据IQVIA数据,2023年中国药品市场规模已达到约1.6万

人民币(按终端零售价计算),同比增长4.3%。

国内外政策

中国的药品审评审批制度改革和MAH制度促进了CDMO行业的发展。集采政策使得国内制药企业的研发积极性下降。海外政策如FDA的审批流程改革也加快了创新药的研发进程。

中国的药品审评审批制度改革对CDMO行业产生了深远影响。为鼓励创新药发展,中国推出仿制药一致性评价,要求仿制药在质量和疗效上与原研药一致,促使制药企业进行产品结构升级,增加了对CDMO服务的需求,尤其是在原料药和制剂开发方面。根据国家药品监督管理局(NMPA)的数据,截至2023年底,已有超过3000个仿制药通过了一致性评价,涉及1200多家企业。集采政策使得药品价格显著降低。根据媒体公开报道,2024年第十批集采中,至少有220个产品降价70%以上,其中约132个降价幅度超过了90%。受成本压力影响,国内制药企业研发积极性下降。

药品上市许可持有人制度(MAH)允许药品研发机构、生产企业等主体持有药品上市许可,促进了创新药研发和外包服务的发展,进一步推动了CDMO行业的繁荣。根据NMPA的数据,截至2023年底,已有超过1500个药品获得了MAH资格,涉及近500家企业。

美国食品药品监督管理局(FDA)近年来推出了一系列审批流程改革措施,如加速审批通道、突破性疗法认定等,缩短了新药上市的时间。这不仅加快了全球创新药的研发进程,也增加了对CDMO企业在临床前研究、临床试验和商业化生产阶段的服务需求。根据Evaluate Pharma的数据,2023年全球创新药研发投入达到2040亿美元,同比增长6.50%。

随着ICH(国际人用药品注册技术协调会)标准的逐步推广,全球药品监管法规趋于统一,减少了跨国药企在不同市场间的合规成本。CDMO企业通过提前布局国际化标准的生产基地和技术平台,能够更

好地服务于全球客户，提升市场竞争力。根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球CDMO市场规模已达750亿美元，预计到2027年将以年复合增长率13.60%的速度增长至1330亿美元。

投融资环境

资本市场的支持为CDMO企业的扩张和技术升级提供了资金保障。IPO和并购活动也为行业带来了更多资源。

医药行业融资景气度直接影响医药研发支出与创新药研发管线数量，进而对医药研发外包市场需求有较大影响。以生物制药领域为例：2020以来，全球Biotech和Biopharma风险融资规模持续上升，2021年全年维持高位，自2022年起持续下降，2023年以来医药研发外包行业投融资逐步回暖。根据Pitch Book的数据，2023年全球生物医药领域的风险投资总额达到650亿美元，同比增长8.00%；私募股权投资总额达到450亿美元，同比增长7.00%。根据摩根大通于2024年上半年发布的《Q2 2024U.S. Biopharma Licensing and Venture Report》，生物制药行业正呈现出恢复增长态势，且退出环境愈发可靠。2024年1—6月，生物制药交易以及投融资活动的季度与年化指标均呈增长态势。

IPO和并购活动为CDMO企业带来了更多的资本

和资源。根据安永会计师事务所（EY）的数据，2023年全球生物医药领域的IPO数量达到120家，募集资金总额达到200亿美元；并购交易数量达到350宗，交易总额达到1200亿美元。随着头部企业并购，2024年医药行业研发管线总规模达到22825款，同比增长7.20%，尽管2023年有3895款候选药物退出在研管线，但净增1533种新药（见图3）。按管线规模排名的前10家医药公司中，罗氏蝉联首位，辉瑞、礼来、阿斯利康等管线排名有所提高，这与2023年大型并购活动增多有关，如辉瑞完成对Seagen的收购，礼来和阿斯利康也通过并购提升了管线规模。

行业产能过剩情况

CDMO行业在某些细分领域和地区存在产能过剩问题，尤其是小分子CDMO领域。产品结构单一、对海外单一客户依赖严重、合规认证资质较弱的企业将面临更高经营风险。

随着全球医药市场的快速增长，CDMO企业纷纷加大全球化布局和产能扩张力度。根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球CDMO行业的产能利用率约为75.00%，虽然整体产能利用率较高，但在某些细分领域和地区仍存在产能过剩的情况。例如，小分子CDMO领域的产能过剩问题较为突出，尤其是在中国和印度等新兴市场，大量的CDMO企业涌入该领域，导致市场竞争激烈，利润空间受到挤压。产品结构单一、对海外单一客户依赖严重、合规认证资质较弱的企业将面临更高经营风险。

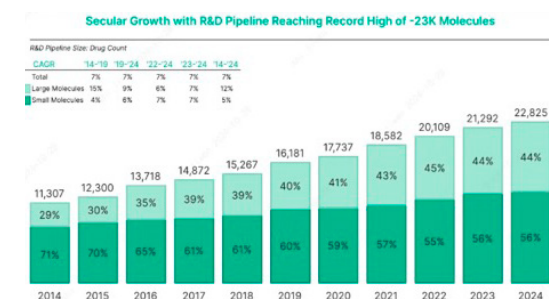
四、信用风险分析

国内CDMO企业发债主体较少，以可转债为主。

行业内企业信用状况

截至2024年11月底，国内CDMO行业发债企业共

图3 2014—2024年全球研发管线情况



资料来源：Frost & Sullivan



3家，这3家企业发行的债项均为可转债，主体最新级别无变动，评级展望均为稳定（见表2）。

风险关注

以下情况可能引起CDMO企业的信用风险：1) 市场需求波动：CDMO行业的市场需求受制药行业整体发展的影响，尤其是在创新药研发周期较长的情况下，订单的不确定性和延迟交付可能导致企业业绩波动。根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球创新药研发支出约为1800亿美元，但其中只有约15%的项目能够成功上市。2) 成本上升压力：随着原材料价格上涨、环保要求提高以及劳动力成本增加，CDMO企业的生产成本面临上升压力。3) 政策和法规变化：CDMO行业受到严格的药品监管政策影响，集采制度、各国的药品审批制度、环保法规等都可能对企业运营产生重大影响。4) 客户集中度风险：部分CDMO企业对少数大客户的依赖度较高，如果这些客户的需求发生变化，可能会对公司业绩产生较大影响。

投资者可以通过以下方式分散风险：1) 分散投资：通过构建多元化的投资组合，分散单一企业或单一市场的风险。建议投资者同时配置不同生命周期阶段的企业，并适当参与其他相关行业的投资。2) 关注企业的成本控制能力：选择那些在成本控制方面表现出色的企业。3) 跟踪政策变化：密切关注全球药品监管政策和环保法规的变化，选择那些具有较强合规能力和国际化布局的企业。4) 评估客户结构：选择客户结构较为多元化的企业，避免过度依赖少数大客户。

五、行业发展趋势与未来展望

受宏观环境影响，CDMO行业集中度将逐步提高，全球化布局成为必然选择，新兴生物技术领域的发展有望为行业带来新的增长点。

未来CDMO的竞争格局将发生以下几方面的变化：1) 市场集中度逐步提高。随着行业整合加速，大型CDMO企业通过并购和战略合作不断扩展业务版图，市场份额将进一步向头部企业集中。小型CDMO企业则需要通过专业化和技术差异化来保持竞争力。2) 技术创新成为核心驱动力。随着生物药、基因细胞治疗等新兴疗法的快速发展，CDMO企业需要不断加大研发投入，提升技术创新能力，特别是在连续制造、生物酶催化、AI辅助药物设计等前沿技术领域取得突破，以满足客户的多样化需求。3) 全球化布局成为必然选择。为了应对全球供应链的不确定性和客户需求的多样性，CDMO企业将加快全球化布局，建立多区域生产基地和服务网络，确保供应链的稳定性和灵活性。特别是中国和印度等新兴市场的CDMO企业，需要进一步拓展欧美等高端市场，提升国际影响力。

新兴生物技术领域的发展有望为行业带来新的增长点。抗体偶联药物（ADC）近年来的研发和市场需求呈现出爆发式增长，全球ADC市场规模预计将在2025年达到164亿美元，年复合增长率超过30%。GLP-1（胰高血糖素样肽-1）类药物因其在糖尿病和肥胖症治疗中的显著疗效，近年来在全球范围内获得了广泛的应用。多肽药物的合成工艺复杂，尤其是长链多肽的制备难

表2 2024年CDMO企业主体评级情况

公司名称	债券名称	主体最新级别	主体最新评级时间	主体最新级别变动方向	主体最新评级展望
南京药石科技股份有限公司	药石转债	AA	2024-06-27	维持	稳定
上海皓元医药股份有限公司	皓元转债	AA-	2024-09-20	首次	稳定
宁波美诺华药业股份有限公司	美诺转债	AA-	2024-11-18	维持	稳定

资料来源：公开数据



度较大,需要CDMO企业具备先进的固相合成技术和严格的质控体系。随着GLP-1类药物的适应症逐渐扩展到其他代谢性疾病,CDMO企业将有机会进一步拓展其业务范围。细胞和基因治疗(CGT)作为新一代的精准医疗手段,在肿瘤、遗传病和罕见病等领域展现出巨大的潜力。此外,CGT药物的生产成本较高,如何通过技术创新和工艺优化降低成本,将是CDMO企业在未来竞争中的关键优势之一。小核酸药物(如siRNA、ASO等)通过干扰特定基因的表达来实现疾病治疗,具有高效、特异性强的特点。其开发和生产涉及复杂的化学合成、修饰和递送系统设计,对CDMO企业的技术实力和质量控制提出了严格的要求。

六、结论

CDMO行业在全球范围内呈现出快速增长的趋

势,尤其受到创新药研发需求增加、研发投入加大和外包比例提升的推动。竞争格局方面,全球市场由少数几家大型跨国企业主导,但亚太地区的CDMO企业凭借成本优势和技术进步逐渐崛起。政策法规和投融资环境的支持进一步促进了行业的快速发展,尤其是在中国,药品审评审批制度改革和MAH制度为CDMO企业带来了更多机会。然而,行业也面临集采、产能过剩、成本上升和客户需求波动等挑战。

未来,CDMO行业市场集中度将进一步提高,技术创新将成为企业竞争力的核心驱动力。全球化布局将是企业应对供应链不确定性和满足客户需求多样性的必然选择。此外,新兴生物技术领域的快速发展,如ADC药物、GLP-1多肽、细胞和基因治疗、小核酸药物等,将为行业带来新的增长点。随着这些技术的成熟和市场需求的增加,CDMO企业将迎来更多的合作机会和技术突破。 

特朗普重返白宫，大刀阔斧开启结构性改革

文 | 联合资信 程泽宇

当地时间2025年1月20日，特朗普在华盛顿国会大厦圆形大厅宣誓就任美国第47任总统，并发表就职演讲。特朗普本次重归白宫雄心勃勃，意图大刀阔斧地推进全面改革，同时其所代表的共和党在大选中获得了参众两议院的控制权，为特朗普政府推行结构性改革增添助力。美国的政策调整会对全球的政治经济格局产生较大的连锁反应，因此本文重点分析特朗普政府本届任期可能推出的政策组合拳，及其所产生的影响。

预计特朗普政府将会对全球采取不同程度的关税加征举措，但具体加征关税的幅度和时间仍存在一定不确定性，加征关税政策或引发全球经济萎缩和供应链重组等问题

特朗普政府的关税政策备受全球瞩目，预计美国将会对全球采取不同程度的加征关税举措。在1月20日的就职演讲中，特朗普表示“美国不会向本国公民征税以让其他国家富裕，而是向外国征收关税来让美国公民富裕，关税政策的核心是保护美国工人和家庭”，因此其就任后将立即开始贸易体系改革。

首先，特朗普政府将成立“对外税务局 (External Revenue Service)”负责征收关税，以确保新的关税政策能够有效执行，同时关税收入将起到补充减税收入的作用。其次，对关键领域商品施加保护性关税，而非覆盖所有进口商品。比如，加征国防工业供应链中的钢铁、铝、铜等原材料；关键医疗设备中的医疗设备及相关医药材料；能源生产领域中的电池、稀土矿和光伏面板等。最后，或对贸易伙伴分别加征一定程度的关税，但具体加征幅度并不明确。虽然特朗普在就职

演讲中宣布，计划从2月1日起对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%的关税，但对于其竞选期间计划对中国进口商品加征高达60%的关税并未公布具体的关税税率，因此最终加征关税的幅度和时间仍然受大国博弈影响，存在一定不确定性。

特朗普政府的关税政策会对全球经济以及供应链产生较大影响。假设美国对全球全面加征10%关税，我们预计5年内全球贸易量可能平均降低5%，贸易萎缩的影响会逐步传导至企业制造、就业、消费等领域，全球GDP增速可能会因此平均降低2个百分点。此外，关税政策或引发全球供应链重组。在中美贸易摩擦期间，部分中国企业将供应链转移至墨西哥以规避关税壁垒，但特朗普政府增加对墨西哥进口商品关税，进而迫使部分产业链从墨西哥迁出，对墨西哥的近岸外包优势造成严重削弱。此外，特朗普的关税政策对以世贸组织为核心的多边贸易体系构成严重冲击，可能导致多边贸易谈判陷入僵局，全球贸易争端解决机制面临更大阻力。

特朗普政府对于美国经济政策的主基调是经济繁荣与通胀控制并行，2025年美联储的货币政策走向大概率会继续保持宽松，但降息节奏或适当放缓

特朗普政府对于美国经济政策的主基调是经济繁荣与通胀控制并行。目前，特朗普政府与美联储的货币政策方向具有一致性，美联储自2024年9月起开启货币宽松周期，而特朗普政府为繁荣美国经济，同样希望降低利率以激活企业投资和居民消费的活力，因此美联储的货币政策走向大概率会继续保持宽松。

但另一方面, 特朗普政府的关税政策可能会增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力, 或导致美国的通货膨胀再度反弹, 甚至对美联储的降息节奏产生较大扰动。市场已经对美国的再通胀风险进行提前定价, 美国10年期国债收益率在2024年9月美联储首次降息后下探至3.63%, 后随着特朗普赢得总统大选而逐步攀升, 2025年1月涨幅一度超过110个BP, 抹去了美联储开启降息以来的三次降息幅度, 并创2023年10月以来新高。为此, 特朗普政府计划通过能源政策增大对能源产品的开采和供给, 降低企业经营以及居民生活的成本, 起到对冲再通胀压力的作用。

从中长期来看, 特朗普的关税政策具有较大的不确定性, 考虑到具体进出口商品的价格弹性不同, 加征关税所产生的负担影响也较为复杂, 对美国再通胀压力的影响或难以完全避险和缓释。根据2024年12月美联储议席会议点阵图, 2025年美联储官员的整体降息预期由9月议息会议的降息100BP下降至降息50BP, 美联储的降息节奏或因此适当放缓。

特朗普政府的财政政策采取“有的放矢”的逻辑, 在大规模减税的同时对财政支出结构进行优化, 但美国财政赤字局面仍将难以扭转, 债务可持续性受到挑战

特朗普政府的财政政策采取“有的放矢”的逻辑。在财政收入方面, 特朗普政府希望通过大规模减税释放经济活力和市场需求, 将企业所得税率从当前的21%进一步降低至15%, 并推动《减税和就业法案》(TCJA) 条款永久化, 同时免征小费税、取消社保付款税、延长个人所得税减税条款等, 以实现“减税激发企业经营和居民消费活力—投资和消费拉动经济增长—经济繁荣扩大税基”的正向循环。此外, 特朗普政府希望通过加征关税来弥补美国政府的财政收入。

在财政支出方面, 特朗普政府计划对财政支出结构进行优化。一方面, 削减部分领域的财政支出, 包括拜登政府的新能源补贴(约20亿美元)、援助乌克兰支出(约70亿美元)、政府冗余支出(约23亿美元)以及

通过裁减联邦雇员节省薪酬支出(约80亿美元)等。另一方面, 将缩减财政资金重新分配至重要领域, 比如道路、桥梁、机场等基础设施建设, 关乎国计民生的军事国防开支, 以及对科技和传统能源行业的支持等。

从短期来看, 特朗普的财政政策可能先通过削减支出和增加关税收入来缓解财政收支失衡。但从中长期来看, 减税所产生的财富效应难以在短期内显现, 同时财政刚性支出压力依旧庞大, 美国政府的财政赤字压力或进一步走高, 预计2025年美国财政赤字率或将继续维持在7%以上的较高水平。财政收支缺口走扩会进一步增加政府的债务融资需求, 预计2025年美国政府的债务规模相当于GDP的比值或将继续走高至120%以上的较高水平。此外, 考虑到目前美联储的利率中枢依旧较高, 预计2025年政府利息支出将超过1.1万亿美元, 相当于GDP的比值将攀升至历史新高(约4%), 债务可持续性受到挑战。

特朗普能源政策旨在推动美国传统能源的开发和利用, 同时削弱拜登政府的绿色能源政策, 或对全球的“碳中和”节奏及相关产业链产生较大影响

特朗普在2025年就职演讲中宣布了一系列能源政策, 旨在推动美国传统能源的开发和利用, 同时削弱拜登政府的绿色能源政策。一是特朗普在上任首日宣布美国进入“国家能源紧急状态”, 旨在提高美国的石油和天然气产量, 降低美国消费者的使用成本。二是取消电动汽车强制令和补贴, 特朗普计划撤销拜登政府的“绿色新政”, 包括取消电动汽车强制令和相关补贴, 并计划将相关资金转向国防和传统基建领域。三是推动化石能源出口, 特朗普计划进一步扩大美国的石油和天然气出口, 特别是液化天然气的出口。四是放松环境监管并退出《巴黎协定》, 特朗普将取消拜登政府的车辆尾气排放标准, 减少对化石能源开发的监管限制, 退出《巴黎协定》以促进传统能源行业的复苏。

对美国而言, 特朗普的能源政策可能会在一定程

度上促进传统能源行业发展并相应压低能源产品价格,但目前美国CPI细项中能源价格已经不是影响通胀的重要因素,因此对于缓解再通胀压力的实际效应或相对有限。对全球而言,特朗普的能源政策或对全球经济的可持续发展造成较大阻碍。目前,美国、欧洲、中国是全球ESG投资的主要国家或地区,该能源政策对于目前的全球“碳中和”节奏或产生较大影响,同时对于围绕绿色经济上下游的产业链也造成较大抑制,涉及新能源汽车、电池储能、光伏等行业。

特朗普政府秉持“美国优先”“让美国再次伟大”的原则,倾向于发展双边关系而非传统的多边联盟,维护美国的全球技术领先地位并抑制其他国家追赶,大规模驱逐非法移民但择优引进高技术人才

从外交政策看,特朗普政府主张“美国优先”原则,特朗普与拜登政府不同,不会延续其团结欧盟及其他西方盟友一致施压非盟友国家的策略,而是对于传统盟友倾向于发展双边关系而非传统的多边联盟。比如,特朗普已经对加拿大、墨西哥加征25%关税,未来或对欧盟也加征不同程度的关税;发表加拿大将成为美国一个州、不排除武力夺取巴拿马运河和格陵兰岛等极端言论。同时,特朗普政府主张减少美国对其他国家的军事介入,妥善处理俄乌冲突,但坚定支持以色列对抗伊朗。在此背景下,俄乌和谈可能会取得一定进展,但或加剧以色列与伊朗等国家之间的矛盾,使中东地区的局势更加动荡不安。另外,特朗普政府主张减少对国际事务的干预,1月20日特朗普签署行政令,宣布美国将再次退出《巴黎协定》以及世界卫生组织(WHO),在一定程度上削弱了美国在全球治理中的领导力。

从科技政策看,特朗普政府主张保护核心领域技术,以维护美国的全球技术领先地位,并抑制其他国家的追赶效应。对于半导体行业,特朗普政府有望延续《芯片法案》等举措,继续鼓励半导体制造业回流。对于人工智能(AI)领域,特朗普政府重视AI在军事领



域的应用,同时放松对大型科技企业的监管,加强相关核心技术的出口管制等。对于电动汽车行业,特朗普政府将保护石油、天然气等传统行业,遏制来自墨西哥等国的电动汽车进口。

从移民政策看,特朗普政府依旧秉持“美国优先”原则,大规模驱逐非法移民,继续推进在美墨边境修建围栏的工程,甚至计划在法律允许的范围内最大限度动用军队来推动大规模驱逐非法移民;计划取消出生公民权;实施择优引进移民制度,优待高技能和高收入群体,吸引能对美国经济产生直接贡献的移民。

整体看,特朗普政府重回白宫带来了一系列大刀阔斧的政策组合拳,旨在“让美国再次伟大”。但各项政策之间可能存在一定矛盾和实施难度,比如关税政策和缩减部分财政开支政策,或抑制美国的经济的发展并增加再通胀风险,因此特朗普政府一揽子政策未来的实施效应存在较大的不确定性。///

评级小贴士

关于供应链票据资产证券化的一些基础知识

供应链票据资产证券化的业务定义是什么？

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

供应链票据资产证券化的产品模式是怎样的？

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

供应链票据资产证券化的交易结构是怎样的？

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

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

重庆市地方债务化解观察

文 | 联合资信 杨廷芳 吕 雯 李康楠

一、债务特征

重庆作为四大直辖市之一、“一带一路”、长江经济带及西部陆海新通道的重要节点城市，战略地位重要。城市建设及产业转型发展导致重庆市地方政府债务及城投企业债务持续增长。近年来，重庆市城投企业债务规模持续快速增长，区域债务负担较重，区县级债务压力相对突出，部分区县城投企业债务短期化，部分区域对债券融资较为依赖。

重庆作为四大直辖市之一、“一带一路”、长江经济带及西部陆海新通道的重要节点城市，在国家区域发展和对外开放格局中具有独特而重要的作用，其重要的战略地位对基础设施条件及公共服务环境提出更高要求。从产业转型角度来看，重庆市已形成汽摩制造、电子制造、装备制造、消费品行业和能源工业等支柱产业，其中摩托车制造、电子制造和消费品行业等传统行业转型压力较大，电子信息、电子大数据、新能源制造等新兴产业培育需要大量资金投入。资金来源除发行地方政府债券外，较多依赖城投企业进行融资，发债城投企业债务¹（以下简称“城投企业债务”）持续走高。近年来，重庆市地方政府及城投企业债务呈现出如下特征：

债务规模持续增长，区域债务负担较重

近年来，重庆市地方政府债务及城投企业债务均

持续增长，截至2023年底，重庆市地方政府债务余额12258亿元，城投企业债务规模超两万亿且其占地方政府债务与城投企业债务绝对值之和的比重逐年提升。重庆市地方政府债务与城投企业债务合计绝对值以及政府债务率及宽口径政府债务率均处于全国上游水平，区域债务负担较重。

区域债务负担分化，区县级债务压力相对突出

重庆市政府债务及城投企业债务均以区县级为主，截至2023年底，重庆市区县级政府债务占比超过60%，区县级城投企业债务占比超过70%。重庆市下辖38个区县，按照产业结构分为“一区两群”，“一区”城投企业债务占重庆全域城投企业债务的比例超过50%，压力相对突出。从债务结构来看，重庆市全域债务以城投企业债务为主，且占比逐年升高；从各区县来看，主城区对城投企业融资更依赖。

部分地区债务短期化

截至2023年底，城投企业债务中，武隆区、黔江区、万盛经开区以及长寿区短期债务占比超过35%，涪陵区、合川区和万州区短期债务占比超过30%，面临较大的短期偿付压力。重庆市约50%的区县城投企业短期债务占比呈现逐年增长的趋势，债务期限结构仍呈短期化。

¹ 根据联合资信行业分类标准筛选，截至2024年6月底，重庆市有存续债券的城投公司140家，剔除合并口径影响后，共计88家样本企业作为观察对象。城投企业债务选取各样本企业短期借款、交易性金融负债、一年内到期的非流动负债、应付票据、其他流动负债、长期借款、应付债券、租赁负债、长期应付款之和。

融资渠道不尽相同，部分区域对债券融资较为依赖

重庆市城投企业融资渠道有所不同。分区域来看，市级城投企业债务构成以银行融资为主，且近五年银行融资占比呈上升趋势；中心城区以及主城新区城投企业债务构成中债券融资占比较高，而主城新区非标融资规模从绝对值来看明显超过其他区域，融资渠道亟需调整；其余地区各融资渠道均有涉及，但仍以银行融资为主。整体看，重庆市城投企业融资渠道不尽相同，部分区域对债券融资较为依赖。

二、化债成果

一揽子化债方案公布以来，中央及地方化债政策密集出台，从债务管控、金融支持及国企改革等多方面进行政策引导，为后续化债措施的实践提供指导性方向。鉴于各区域在化债压力、资源禀赋及政策实践上存在一定差异，加之化债过程涉及地方政府、金融机构与城投企业的多方联动与策略调整，因此，不同地区的化债进展存在显著差异。重庆市财政资源相对有限，金融资源较丰富，较大规模的属地银行资源为区域化债提供有力支持；属地担保公司助力城投债低息发行，利于弱资质平台债券接续。遵循中央化债方案框架，重庆市主动实施债务清查、风险预警监测、优化国有资本配置等举措，并积极争取特殊再融资债券发行、推进国有资产盘活以缓解地方债务压力。

化债资源

1. 财政资源

近年来，重庆市一般公共预算收入波动增长，2023年，受益于经济恢复带动，重庆市税收收入实现恢复性增长，一般公共预算收入增速在全国31个省份中位居第三，财政自给能力回升向好但仍偏弱。鉴于自身财政实力相对薄弱，中央政府多年来在转移支付方面给予有力支持。2023年，重庆市政府性基金收入

小幅增长，但相较2021年规模仍有一定差距，可用于化解地方债务的资源有限。

2. 金融资源

本轮化债金融支持相较其他措施而言更为突出，其直接影响域内发债主体融资成本及债务结构调整，本节主要从属地银行资源和属地担保公司资源对区域金融资源进行剖析。

属地银行资源

在地方政府化解债务的过程中，金融资源的支持尤为突出。对于重点区域的债务化解，地方性银行的作用更是不可或缺。从属地金融机构来看，截至2023年底，重庆市辖区银行共计39家，资产总额7.6万亿元，同比增长9.0%。其中较有影响力的地方银行为重庆银行股份有限公司（以下简称“重庆银行”）、重庆农村商业银行股份有限公司（以下简称“重庆农商行”）和重庆三峡银行股份有限公司，三者资产总额占比超过30%，重庆农商行更为全国农商行之首，资产规模破万亿。从贷款对象来看，上述三家银行与城投公司绑定较为紧密，政信类贷款的比重整体较高，部分占比超过40%。以重庆银行为例，重庆银行为重庆市国有资产监督管理委员会控股银行，其属地业务占比达85%以上。自化债以来，重庆银行较多承接地方化债任务，导致息差不断收敛，高息债务逐步由属地银行低息置换。此外，重庆银行加大地方城投公司债券投资规模，债券投资占金融投资的比重超过70%，为城投债认购提供较为有力的资金支持。

属地担保公司资源

重庆属地担保公司共计50家，其中较具有规模优势的担保公司为重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡融担”）、重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）和重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”），上述三家担保公司2023年底注册资本合计超过180亿元、资产总额超过400亿元，资本实力及规模优势明显。从担保业

务结构来看,上述三家担保公司以债券增信业务为主,其中城投债比重超过99%,贷款担保业务为辅。从担保客户来看,截至2024年6月底,上述三家担保公司担保债券余额占重庆市内专业担保公司担保债券总额的60.64%。从覆盖范围来看,上述三家担保公司担保范围覆盖24个区县,其中大足区、綦江区、铜梁区和忠县担保余额较高。2023年以来,上述三家担保公司担保债券多以资金用途为借新还旧的私募债、中期票据和企业债为主,发行成本受化债政策及担保加持综合影响呈下行态势。

3. 地方国企资源

盘活地方国企资源为化债的重要手段之一,地方政府一般通过转让持有的优质资产或股权收益用于化解地方债务。从重庆市上市公司资源来看,截至2024年11月6日,重庆市上市公司共计78家,其中地方国有控股上市公司18家,总市值占全市上市公司总市值的24.82%,地方国有上市公司资源较为丰富(见表1)。但重庆市各区县国有上市公司资源禀赋差异较大,对本轮地方化债的资源贡献度较为有限。

化债措施

近年来,遵循中央层面“遏增化存”的总体基调,重庆市及其下辖各区县政府不断强化债务管理控制,完善组织架构与保障措施,并探索多样化的债务化解方案,以确保债务化解工作的稳步进行。债务管控方面,重庆市政府及重庆地方金融监督管理局出台相关政策文件,并召开一系列专题会议,提出增强金融风险监测评估、化解处置等工作合力,加快推进大型问题企业风险处置,实质性压降存量风险,严格防范打击“逃废债”,严禁新增各类非标债务融资并持续压降存量业务,全力以赴止损止亏,强化主责主业重塑,应



减尽减进一步推动“瘦身健体”等要点,以此彰显其坚决维护金融稳定、防范区域性债务风险的决心。机制保障方面,重庆市及各区县均设立了平台公司债务风险预警监测机制,严格执行“631”债务防控机制,坚决守住不发生系统性金融风险的底线。部分区县每月更新债务和还本付息数据台账,动态监测债务数据变化情况,对异常点实时预警。化债措施方面,基于中央化债政策框架,重庆市政府结合地方资源,通过金融化债、争取特殊再融资债券、国有资产盘活等多项有力措施以开展化债工作。

1. 金融支持化债

2023年8月,重庆市政府在北京与21家金融机构集中签署了共建西部金融中心战略合作协议,旨在深化央地金融合作。其后,初步商定化债方案,总体方向为从成本压降和债务结构调整方面核心化解5个红色区县和22个橙色区县²隐性债务,并由中农工建交五大国有银行、国家开发银行(以下简称“国开行”)、农业发展银行(以下简称“农发行”)等7家银行各自牵头负责重点区县化债工作,各区县金融化债方式实行“一县

² 5个红色区县指南川区、黔江区、大足区、万盛经开区和沙坪坝区。

一策”，针对性置换高息债务和对部分到期债务进行展期。银团贷款具有期限长、成本低等特点，可缓解城投公司短期流动性压力、压降融资成本、优化债务构成，区域流动性风险可阶段性缓释。

2. 特殊再融资债券

特殊再融资债券募集资金主要用于偿还纳入隐性债务的债券及非标债务。自一揽子化债方案实施以

来，重庆市发行了726亿元特殊再融资债券用于置换隐性债务。从债券分配来看，巴南区已成功申报特殊再融资债券置换存量债务，綦江区、大足区、合川区、巫山县、黔江区分别争取特殊再融资债券6.26亿元、74.70亿元、46.90亿元、35.20亿元和65.40亿元，对地方化债有所助益。得益于特殊再融资债券的发行，2023年，重庆市累计提前兑付城投债规模44亿元左右。

表1 重庆市中心城区和主城新区上市公司分布情况

功能区划分	行政区域	主要产业	上市公司中地方国有企业占比	地方国有上市公司	地方国有/辖区内上市公司总市值（亿元）	国家级新区/高新区/经开区
中心城区	南岸区	电子大数据、信息产业、现代服务业、高端装备制造业	2/3	渝开发、莱美药业	93.99/345.70	重庆经济技术开发区
	渝中区	现代服务业	2/5	重庆百货、重庆水务	345.33/668.46	--
	江北区	金融、汽车、电子电器产业	5/14	重庆港、西南证券、渝农商行、重庆银行、登康口腔	1122.99/3435.73	两江新区（部分）
	巴南区	汽车制造、装备制造、数码电子、医药	0/5	--	0.00/631.88	--
	大渡口区	新兴产业	2/2	三峰环境、国际复材	302.79/302.79	--
	九龙坡区	汽摩制造、有色金属冶炼加工、电气机械及器材制造、电子信息	0/5	--	0.00/301.23	重庆高新技术产业开发区（部分）
	沙坪坝区	电子信息、交通运输设备、通用设备制造业	0/3	--	0.00/2071.02	重庆高新技术产业开发区（部分）
	渝北区	汽车产业	3/12	重药股份、力帆科技、重庆建工	538.50/1362.91	两江新区（部分）
	北碚区	电子信息、汽摩制造、装备制造业	1/6	川仪股份	109.20/245.76	两江新区（部分）
主城新区	璧山区	电子信息、智能装备、生命健康	1/3	ST惠程	19.76/266.53	璧山高新技术产业开发区
	江津区	汽摩制造、电子信息、食品加工业	1/3	渝三峡A	25.63/69.35	--
	南川区	铝材料加工、机械制造、新型建材及页岩气	--	--	--	--
	长寿区	电子信息、装备制造、新材料新能源、钢铁冶炼	0/6	--	0.00/403.76	长寿经济技术开发区
	涪陵区	清洁能源、食品医药、装备制造、电子信息	1/6	涪陵榨菜	177.01/620.21	--
	合川区	汽摩制造、医药健康、新型建材	0/1	--	0.00/45.19	--
	綦江区	煤炭、电力、电解铝及铝精细加工、齿轮等传统行业	--	--	--	--
	永川区	电子信息、汽摩制造、智能装备	--	--	--	永川高新技术产业开发区
	大足区	重型汽车、摩托车及其零部件等传统行业、装备制造、电子信息	--	--	--	--
	铜梁区	机械制造业	--	--	--	--
	潼南区	智能手机及智能终端产业、智能装备制造、新能源产业	--	--	--	--
	荣昌区	食品、服饰、陶瓷等为主的消费品工业、农牧高新产业	0/1	--	0.00/58.00	荣昌高新技术产业开发区

注：1.国家级新区/高新区/经开区未涵盖保税区；主要产业根据公开资料查询，可能存在未能全面列举的情况；2.上市公司数量及市值数据时间截点为2024年11月6日
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 国有资产盘活

2023年12月,重庆市委六届四次全会首次提出“三攻坚一盘活³”,2024年1月,重庆各区县党政主要负责人、市属国企主要负责人分别与市政府签订目标责任书,其中重庆市政府对国企改革、园区开发区改革、政企分离改革攻坚按照3月底、6月底、12月底进行阶段性量化考核,并对有效盘活国有资产提出全年量化指标。国有资产的有效盘活可充盈地方非税收入,财政实力得以增强。

2023年,重庆市非税收入为964.68亿元,同比增长15.88%,占一般公共预算收入的39.52%,其中国有资产有偿使用收入为618.15亿元,同比增长25.27%;2024年1—6月,重庆市非税收入为506.18亿元,相当于2023年的81.89%,同比增长31.17%,重庆市2024年度资产盘活任务已于上半年提前完成(见图1)。

化债成果

在中央政策及地方政府支持下,重庆市化债取得了阶段性成果,主要表现为债务新增得到有效遏制,部分区县债务期限结构优化,城投债规模和非标债务规模压降,融资成本有所下降,国企改革提速,重整计划逐步落地等。

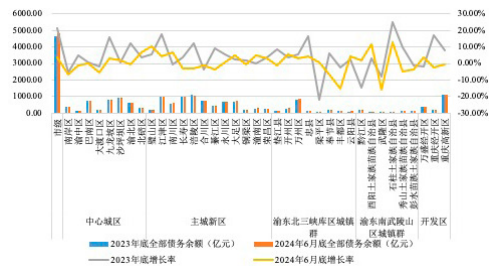
1. 债务新增得到有效遏制,部分区县债务期限结构优化

截至2024年6月底,重庆市城投企业债务规模持续增长,但增速已得到有效遏制,由2023年底的8.87%降至1.37%(见图2和图3)。

2. 城投债规模有所压降

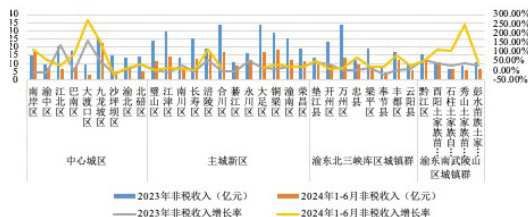
2023年及以前年度,重庆市城投债始终保持净流入。2023年下半年一揽子化债方案实施后,截至2024年6月底城投债已提前兑付(含行权)563.08亿元。随着化债力度的加大,2024年以来重庆市城投债首次表现为净偿还,净偿还规模超过200亿元;从各区县来看,仅长寿区表现为净流入,其他区县均为净偿还,“一区”净偿还合计规模相对较高。截至2024年11月底,重

图2 重庆市城投企业债务规模变化情况



资料来源: 联合资信根据Wind数据整理

图1 重庆市各区县2023年以来非税收入变化情况



注: 武隆区2023年底及2024年上半年非税收入增长率分别为39.13%和943.89%, 未在上图内体现

资料来源: 联合资信根据Wind等公开数据整理

图3 重庆市城投企业短期债务占比变化情况



注: 江北区2023年底增长率超过50%, 与其他区县差异较大, 已在上图内剔除

资料来源: 联合资信根据Wind数据整理

³即国企改革、园区开发区改革、政企分离改革攻坚,有效盘活国有资产。

庆市存续城投债约6900亿元，2025年至2029年到期偿付规模分布相对均衡。

2. 非标债务规模压降，部分区县成果显著

我们对各区县2023年决算报告、2024年上半年预算执行报告、政府工作报告及政府官网公开信息进行整理，可知重庆部分区县非标等隐性债务压降明显、政府债务率有明显下降。其中，沙坪坝区累计化解存量债务172亿元、政府债务率压降至288%；渝北区2024年上半年化解非标债务31.79亿元；江津区化解隐性债务94亿元；璧山区化解隐性债务31.3亿元；奉节县化解隐性债务22.25亿元。合川区、巫山县、垫江县、巫溪县、万州区、酉阳县、黔江区均已按照重庆市政府要求完成化债任务，大足区表现甚佳，已完成政府债务“脱红”目标。

4. 融资成本有所下降

2023年以前重庆市城投债发行利差整体呈上行趋势。自一揽子化债方案实施以来，除AA级中长期债券以外，其他各级别各期限城投债发行利率均明显下降，融资成本有所下降，其中AA+级中长期发行利率趋于全国平均水平。

5. 国企改革提速，重整计划逐步落地

重庆市政府积极践行《重组整合实施方案》及“三攻坚一盘活”，对地方国企进行“瘦身健体”，数量压降、层级压缩。

目前，重庆新华出版集团有限公司、重庆文化旅游集团有限公司、重庆渝富控股集团有限公司、重庆物流集团有限公司已完成战略性重组；截至2024年6月底，重庆市属重点国企亏损企业阶段性减亏309户、扭亏241户；江北区推进管理架构扁平化，原有“8+3+25”整合为“4+16”，国企总数同比下降44.5%、区管领导班子同比下降63.6%；万州区全面清理出各级次国有企业215家，2023年完成压减整合出清21家。本次国企改革突破企业边界，将资源向优势企业及主业企业集中，市属国企凸显规模及资源优势，区县级城投数量得到明显压减。

三、总结与展望

短期来看，增量化债措施出台，重庆作为重点省份将持续受益，短期流动性压力将得以进一步缓释，有助于地方政府兼顾地方产业发展及城投企业转型。但重庆存量债务规模较大，各区县债务负担有所分化，受益程度或有不同，同时需关注后续城投企业利息偿付的资金来源。长远来看，重庆债务化解仍需依靠自身发展，逐步实现以产业发展促化债。

自35号文以来，中央出台多项政策将化债范围及化债力度进一步扩大。2024年11月，财政部出台增量化债措施，推出“12万亿”化债组合拳。增量化债政策的出台可大幅减轻地方化债压力，有助于地方政府兼顾地方产业发展及城投企业转型。重庆作为重点省份将持续受益于上述政策。但重庆市存量债务规模较大，各区县债务负担有所分化，受益程度或有不同。未来政策落地表现及地方化债成效仍需关注。

现阶段城投企业面临化债与转型的双重压力。就重庆而言，过去地方政府为完善区域基础设施建设条件及公共服务环境投入较大资金，城投企业债务负担较重；与此同时，城投企业仍处于转型初期，暂时缺乏多元化经营能力、自身造血功能较弱。多轮化债政策主要针对的是债务本金的借新还旧，利息偿付仍需城投企业自行承担。重庆城投企业综合融资成本相对较高，化债政策实施以来在一定程度上降低了城投企业融资成本，进而减轻其利息支付压力，但未来对高息债务置换情况和利息偿付资金安排仍需关注。

长远来看，地方政府及城投企业债务化解仍需依靠自身发展，通过加速推进城投企业改革转型、提高财政资金使用效率、盘活存量资产资源及培育税收增量等方式增强中长期“造血能力”，提升地方财政自平衡能力，逐步实现财政和金融化债为辅，产业发展带动为主的可持续化债路径。■

2024年融资租赁ABS市场运行情况 及发展趋势分析

文|联合资信 郭 燕 陈蕙琨

一、融资租赁ABS相关政策汇总

坚持“融物”指导思想，鼓励融资租赁公司服务实体经济；引导拓展特色领域，强调支持绿色产业；资产证券化相关业务指引进一步完善。

“融物”指向清晰，鼓励服务实体

在强化金融机构监管约束、遏制新增地方政府隐性债务的同时，监管政策逐步引导融资租赁公司回归本源，鼓励充分发挥租赁工具所具备的“融资+融物”特点，提升金融供给与实体经济发展需求的适配性，强化服务实体经济能力，加大对制造业、科技创新、绿色租赁等领域的投放。相关政策文件具体内容如表1所示。

发展特色租赁新业态

2024年以来，相关部委、各地方政府部门相继发布多项政策，鼓励租赁公司深耕绿色、服务小微、支持制造业和战略性新兴产业发展，并结合专项奖励、融资补贴等激励措施，推动设备更新、技术革新及产业升级中的应用。与此同时，鼓励租赁公司加大对科技型、创新型和创业型中小微企业的支持力度，推动产业创新升级。相关鼓励政策具体内容如表2所示。

2024年3月中国证券投资基金业协会发布的《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（以下简称“《负面清单》”）明确将不符合地方政府性债务管理有关规定或者新增地方政府性债务的基础资产纳入《负面清单》，对融资租赁公司平台类资产的准入做出了明确的

表1 延续“融物”导向相关支持政策

日期	发布主体	文件名称	主要内容
2023年10月	国家金融监督管理总局	《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》	强调突出金融租赁公司特色，回归以融资和融物相结合的经营模式
2024年1月	国家金融监督管理总局	《金融租赁公司管理办法》（征求意见稿）	坚持问题导向加强监管；开展融资租赁资产转让和受让业务时，应当确保租赁债权及租赁物所有权真实、完整、洁净转移
2024年3月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	金融租赁公司要根据金融监管总局发布的融资租赁业务发展鼓励清单和正面清单，结合自身资源禀赋，充分发挥“融资与融物”相结合的特色功能；鼓励以融资租赁方式推进重点行业设备更新改造；鼓励金融租赁公司积极探索与大型设备、国产飞机、新能源船舶、首台（套）设备、重大技术装备、集成电路设备等适配的业务模式
2024年8月	国家金融监督管理总局	《关于印发金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单的通知》	鼓励清单以国家战略需求为导向，将农林牧渔、新能源、医药、船舶和海洋工程等27个产业中的农业机械、风电光伏、光热发电、医药研发、船舶等重要设备和重大技术装备纳入鼓励清单范围
2024年9月	国家金融监督管理总局	《金融租赁公司管理办法》	修改完善主要出资人制度；强化业务分类监管；规范涉外融资租赁业务；完善业务经营规则

资料来源：联合资信整理

表2 2024年融资租赁行业相关鼓励政策

日期	发布主体	文件名称	主要内容
2024年1月	广州市地方金融监督管理局	《关于大力发展融资租赁支持制造业高质量发展的实施方案》	提升制造业的融资租赁渗透率；引导融资租赁公司积极支持战略性新兴产业发展
2024年1月	天津市人民政府	《关于深入推进金融创新运营示范区建设的方案》	持续推进租赁业务深度融入产业链，打造绿色能源、车辆、医疗器械、建筑设备四个租赁特色业态
2024年2月	重庆市经济和信息化委员会等六部门	《重庆市制造业高质量发展投融资服务行动计划（2024—2027年）》	积极发挥融资租赁融资融物功能；支持金融租赁公司聚焦生物医药、高端装备、新材料等领域
2024年5月	国家金融监督管理总局	《国家金融监督管理总局关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	提出支持金融租赁公司助力制造业企业扩大销售、盘活设备资产，发展新能源船舶、新能源汽车等绿色租赁
2024年7月	重庆市人民政府	《重庆市加速推进现代生产性服务业高质量发展行动方案（2024—2027年）》	推动生产性租赁服务延伸到制造业产业链上下游，不断丰富租赁产品体系，发展集成电路、航运、影视设备、绿色租赁、知识产权租赁等特色租赁新业态
2024年7月	中国人民银行等四部门联合天津市人民政府	《关于金融支持天津高质量发展的意见》	对深耕绿色、服务小微、支持制造业和战略性新兴产业发展的租赁公司、商业保理公司在融资方面给予支持
2024年8月	中共中央、国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	积极发展绿色股权融资、绿色融资租赁、绿色信托等金融工具，有序推进碳金融产品和衍生工具创新
2024年9月	国家金融监督管理总局	《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》	鼓励以融资租赁方式推进重点行业设备更新改造；鼓励金融租赁公司积极探索与大型设备、国产飞机、新能源船舶、首台(套)设备、重大技术装备、集成电路设备等适配的业务模式
2024年10月	国家金融监督管理总局北京监管局等四部门	《关于推进北京市普惠金融高质量发展的指导意见》	引导汽车金融公司、金融租赁公司等非银行金融机构和小额贷款公司、融资租赁公司等地方金融组织结合自身特点和优势，为普惠客群提供个性化、差异化金融服务
2024年12月	浙江省财政厅、人民银行浙江分行、中共浙江省委委员会办公室	《浙江省促进企业融资奖励办法》、《运用融资租赁工具支持设备更新工作方案》	明确制造业设备更新升级、市政基础设施更新改造、新能源车辆船舶推广、清洁能源设备推广、农业机械设施更新、医疗教育设备配置等六个领域，作为运用融资租赁工具支持的重点对象
2024年12月	上海市人民政府	《黄浦区关于优化和加强投资促进工作 推动金融服务业高质量发展的实施办法》	鼓励融资租赁公司加大对科技型、创新型和创业型中小微企业的支持力度，经综合认定给予不超过1000万元的专项奖励

资料来源：联合资信整理

限制和要求。同时，监管机构持续完善资产证券化发行相关的业务指引，明确审核关注事项，加强发行准入监管力度。融资租赁ABS作为资产证券化市场中重要的资产类型，相关业务指引的规范亦适用于融资租赁ABS产品。资产证券化相关规范政策如表3所示。

二、融资租赁ABS¹市场运行情况

2024年，融资租赁ABS发行较为稳健，小微租赁

类ABS占比提升，发行机构的头部效应明显，发行利率整体呈下行趋势，存续产品表现稳定，无向下迁徙情况，二级市场交易活跃度提升。

市场发行情况

2024年，政府逐步强化逆周期调控措施，各项金融监管政策指向清晰，平台类资产投放受限，租赁公司面临业务转型压力。2024年，融资租赁ABS共发行247单，融资租赁ABS发行总规模达2372.31亿元，分别较

¹融资租赁 ABS：包含交易所及银行间融资租赁资产证券化产品，市场发行统计中未将租赁公司的汽车金融资产纳入统计范围。此外，不包含知识产权 ABS。

去年同期下降0.80%和下降6.78%（见图1），全市场资产支持证券（含交易所和银行间市场）发行规模占比由13.54%略降至11.67%（见图2），融资租赁ABS市场发行略有放缓，仍较为稳健。

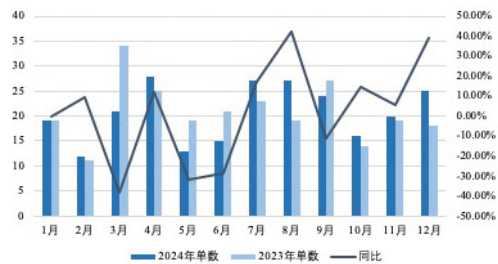
发行场所方面，交易所市场仍然是融资租赁ABS发行的主要场所。2024年，交易所市场发行197单，发行规模1936.34亿元，占融资租赁ABS发行总规模的81.62%，发行规模同比下降8.26%；银行间市场发行50单，发行规模435.97亿元，占融资租赁ABS发行总规模

的18.38%，发行规模同比微增0.43%（见图3）。

资产细分类型上，受普惠金融鼓励策利好影响，2024年，小微租赁类ABS占比有所提升。2024年，对公租赁类ABS和小微租赁类ABS分别发行194单和53单，发行规模分别为1727.16亿元和645.15亿元。小微租赁类ABS发行单数占比由18.88%提升至21.46%，发行规模占比由22.53%提升至27.20%（见图4）。

特定标识方面，在租赁公司业务结构转型和多项助力产业改造升级、战略性新兴产业相关的鼓励政策

图1 2024年融资租赁ABS各月份发行单数及同比情况（单位：单）



数据来源：Wind、CNABS和企业预警通，联合资信整理

图2 2024年融资租赁ABS各月份发行规模及同比情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、CNABS和企业预警通，联合资信整理

表3 2024年资产证券化相关规范政策

日期	发布主体	文件名称	主要内容
2024年3月	中国证券投资基金业协会	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	明确资产证券化业务不允许不符合地方政府性债务管理有关规定或者新增地方政府性债务的基础资产
		《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项》	优化现行应收账款债权、融资租赁债权、政府和社会资本合作（PPP）项目和基础设施类4类基础资产准入要求，并结合业务实践，新增明确小额贷款债权、企业融资债权、不动产抵押贷款债权3类资产的准入标准，夯实资产信用
		《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第3号——审核程序》	优化了封卷时限、中止和终止审核情形等要求，有利于提升业务规范化透明化水平
2024年12月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第4号——分类审核》	项目发起人的资信状况、基础资产类别以及管理人执业情况等，对申报的项目采取分类审核安排；明确优化审核条件及措施、重点审核关注点
		《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第5号——特定品种》	明确特定品种资产支持证券类型、条件和披露要求
		《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第6号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》	明确保险资产管理公司申请开展资产证券化业务的条件

资料来源：联合资信整理

背景下, 绿色发展、乡村振兴、高端制造、碳中和绿色、高质量发展、科技创新和长三角一体化等特定领域标识的融资租赁ABS不断涌现市场。2024年融资租赁ABS中, 绿色ABS、乡村振兴ABS分别发行39单²、16单, 发行规模分别达283.19亿元、121.48亿元。尤其在绿色租赁方面, 受益于各地政策支持, 大部分融资租赁公司在绿色租赁业务上取得了显著进展, 业务覆盖范围渐趋广泛, 已涵盖清洁能源、节能环保、城市交通、绿色建筑、生态旅游、智能制造等多个领域。

发起机构/原始权益人情况³

2024年, 融资租赁ABS市场的原始权益人/发起机构呈现出多元化的趋势, 原始权益人/发起机构的户数较2023年同期增加17户。2024年, 前十大原始权益人/发起机构较2023年同期有所调整, 合计发行规模占比46.75%, 较同期稍降3.34个百分点, 头部效应依旧显著。在政信平台企业融资受限的情况下, 平台类业务为主的租赁公司发行量下降, 综合类租赁公司因其多元化业务保持相对稳定发行量。

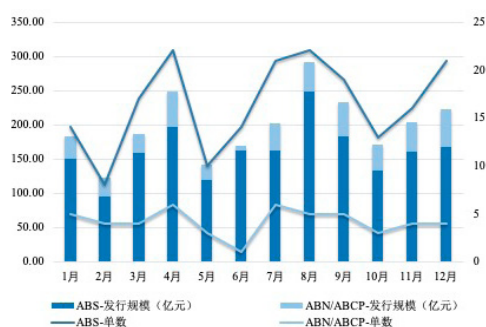
租赁物情况

2024年, 融资租赁ABS入池资产涉及的租赁物结构有所调整。受平台类企业推进化债和融资收紧影响, 入池租赁物为公共服务资产的资产证券化产品发行规模整体呈下降趋势。在各项鼓励政策引导及相关产业融资需求提升的背景下, 租赁公司加大清洁能源设备、智能制造设备等租赁资产投放, 机械设备⁴作为租赁物的租赁投放规模有所提高。与2023年同期相比, 2024年租赁物为公共服务资产的发行规模占比由41.84%下降至36.46%, 租赁物为机械设备类的发行规模占比由48.38%提升至55.27% (见图5)。

增信方式

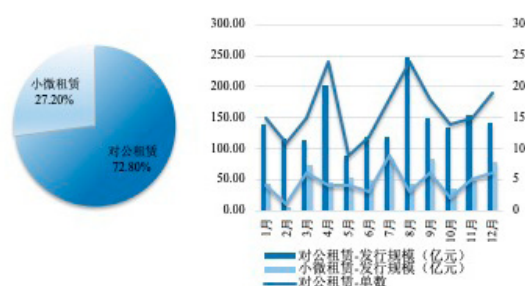
从增信方式看, 大部分融资租赁ABS产品附有发起机构/母公司/股东方提供的信用支持。2024年, 引入外部增信方式的融资租赁ABS发行规模占比为97.53%。其中, 母公司/股东方增信占比39.08%, 原始权益人自身增信占比55.81%, 第三方专业机构担保占比2.65%。从增信主体信用等级来看, 综合企业融资需

图3 2024年融资租赁ABS分市场发行规模及单数情况



数据来源: Wind、CNABS和企业预警通, 联合资信整理

图4 2024年融资租赁ABS分资产类型发行情况分布



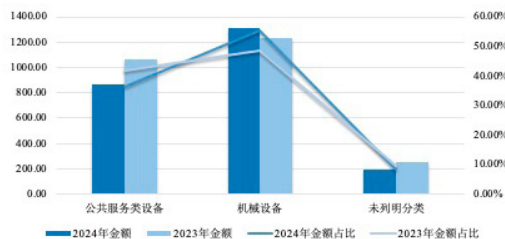
数据来源: Wind、CNABS和企业预警通, 联合资信整理

² 针对带有多项特定标识ABS产品, 分别纳入各特定标识统计内。

³ 未将租赁公司的汽车金融资产纳入统计范围。

⁴ 机械设备主要包括工程机械、医疗设备、农业设备、电力设备和环保专用设备, 具备一定的处置回收价值。

图5 不同类别租赁物的融资租赁ABS发行规模情况 (单位: 亿元)



注：此处统计综合考虑Wind、CNABS及企业预警通统计的资产类型等公开资料和内部资料；无法从公开资料判断的资产类型归入“未列明分类”
数据来源：Wind、CNABS和企业预警通，联合资信整理

求的成本考量，增信方信用等级为AAA和AA+占比分别为82.60%和13.95%。

发行利率

2024年，我国整体经济形势较为稳健，叠加政策加力、资金面持续平稳宽松，债券市场利率呈下行趋势。从级别分布看，2024年，融资租赁ABS的AAAsf、AA+sf、AAsf级别优先级证券平均发行利率分别为2.59%、3.75%、4.37%，分别较去年同期下降99bps、122bps、186bps。

对于AAAsf级别证券，各期限AAAsf级别优先级证券发行利率处于1.79%~5.08%之间，以中债中短期

票据收益率为基准，平均利差为46bps。对于AA+sf级别证券，各期限AA+sf级别优先级证券发行利率处于2.55%~6.00%之间，平均利差为161bps。

首次评级及存续级别调整情况

从优先级证券首次评级级别来看，融资租赁ABS仍以高信用等级为主。2024年，AAAsf和AA+sf级的优先级证券规模合计占比92.94%。其中，AAAsf级证券占比同比上升，主要与发行主体信用水平提高、资产质量攀升及增信措施加强等因素有关。

截至2024年末，融资租赁ABS存续优先级证券共901只，其中有26只优先级证券级别于2024年调高，无下调情况，反映出市场的稳健性。级别调高的原因主要包括：剩余资产整体资信水平有所提升；超额利差累积形成了较高的超额抵押，使剩余优先级证券获得的信用支持提升；资产池剩余期限缩短，使得资产池现金流不确定性降低；增信机构资信水平提升等。

二级市场交易情况

2024年，融资租赁ABS全市场成交金额为1248.91亿元，同比减少7.61%，占资产证券化产品全市场成交金额的9.23%，较2023年提高了1.11个百分点，为全市场第三大交易品种，融资租赁ABS二级市场交易日益活跃。各市场成交情况如表4所示。

表4 2024年交易量前三大资产证券化产品二级市场成交情况

产品类型	2023年		2024年	
	成交额 (亿元)	占比	成交额 (亿元)	占比
类REITs(ABS)	1050.97	6.31%	2186.59	16.15%
企业应收账款(ABS)	2077.35	12.47%	2016.87	14.90%
融资租赁债权(ABS)	1351.84	8.12%	1248.91	9.23%
合计	4480.16	26.90%	5452.37	40.28%

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



三、融资租赁ABS发展趋势分析

多项政策指导下, 租赁公司投放逐渐向产业类、小微类靠拢, 需关注存续平台类资产表现。未来融资租赁ABS发行将更好服务实体经济, 平台类租赁ABS发行或将放缓, 产业类租赁ABS发行或将提升, 特定标识类产品发行面或将持续扩大。融资租赁ABS有望获得更高的市场认可度。

2024年, 租赁公司业务发展仍以探索转型方向、突破困境为重点。融资租赁ABS作为资产证券化重要产品之一, 发行量略有放缓, 仍较为稳健, 存续产品表现稳中向好, 二级市场交易量提升。

各类鼓励政策为租赁行业投放提供了较为明确的指引, 引导租赁公司探索新的业务模式, 融资租赁ABS预计仍将持续在盘活存量资产、拓宽企业融资渠道、优化资源配置, 提高金融市场效率等方面发挥积极作用, 助力更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业等领域, 服务实体经济高质量发展。考虑到存量对公租赁ABS中平台类业务已具备一定规模, 随着地方化债推进, 存量城投租赁资产质量下沉风险缓释仍存在不确定性, 需警惕租赁资产所涉政信平

台所在区域的债务压力和舆情等。

在对城投平台融资监管趋严以及租赁物负面清单发布背景下, 租赁公司平台类资产业务预计将持续收缩, 平台类资产为主的对公租赁ABS的占比预计进一步下降; 多项助力产业改造升级、战略性新兴产业相关的鼓励政策落地, 绿色低碳、科技创新、乡村振兴、高端制造等新兴租赁业务成为重要发展方向, 产业类、小微类租赁ABS的占比或将持续提升, 特定领域资产证券化产品发行空间扩大, 绿色租赁或将成为产品发行重要发展方向。同时, 发行人结构或将持续变化, 头部综合类融资租赁公司保持禀赋优势, 有望延续ABS发行的优势地位。

小微租赁ABS因高度分散性、现金流分布均匀和资产表现稳定等特点, 且在政策指导下, 资产投放风控措施逐步完善, 有望吸引更多投资人的关注, 二级市场活跃度或将提升。

此外, ABS业务细则的持续完善, 有利于夯实入池资产信用, 规范ABS业务开展流程, 保护投资者合法权益, 使业务规则体系更为健全。伴随各项鼓励政策相继落地、租赁业务结构不断优化加之发行业务指引持续规范, 融资租赁ABS有望获得更高的市场认可度。■

2023—2024年10月我国信用衍生工具市场研究报告

文|联合资信 陈诣辉 王祎凡 薛逸竹

一、我国信用衍生工具市场的发展环境

民企、房企信用风险持续累积

2021年以来，随着高风险主体逐步出清，债券市场信用风险呈现持续收敛态势。从首次出险主体数量和规模来看，2023年和2024年1—10月，我国债券市场新增违约和展期主体数量有所减少，信用风险暴露处于低位。出险主体仍集中于房地产行业 and 民营企业，城投企业在债券市场未出现实质违约，但部分区县级、弱资质平台商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。整体来看，2023年信用债违约边际改善，但民企、房企信用风险持续暴露，债券市场对信用衍生工具存在较高的需求。

鼓励信用衍生工具支持民企债券融资

2023年5月，天津证监局等三部门发布《关于推进民企债券融资增信模式有关工作的通知》（以下简称《通知》），《通知》称2023年4月，证监会提出常态化推进民企债券央地合作增信模式，民营企业要高度重视，及时学习了解信用保护工具相关政策，积极探索债券融资增信新路径，符合发债条件、具有发债需求的企业可以主动对接参与，充分利用交易所债券市场融资发展。2023年6月，交易商协会发布《关于进一步提升债务融资工具融资服务质效有关事项的通知》，提到要发挥“第二支箭”支持作用，鼓励用好民营企业债券融资支持工具，综合运用信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为符合条件的民营企业发债

融资提供增信支持。

信用衍生工具监管制度和配套机制进一步完善

一是信用事项决定机制落地实施。2023年2月，为促进信用风险缓释工具发挥信用风险分散分担作用，完善产品配套机制，推动信用事项决定的公正、透明和高效，交易商协会发布《中国银行间市场信用风险缓释工具交易信用事项决定规程》，建立“决定小组集体审议独立投票+复议专家针对未决事项终审”的双层议事机制，为市场提供CRM信用事项判定服务。

二是优化业务规则。2024年2月，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》，完善参与者管理框架，从从事前备案管理拓展至覆盖事前事中事后的全环链管理，并优化一般交易商备案要求，引导核心交易商积极展业，健全市场化激励约束机制。

三是提高清算服务水平。引入地方信用增进机构参与信用衍生品清算业务，持续拓展证券公司、商业银行等信用衍生品清算业务参与者数量。在信用衍生品逐笔清算基础上，上海清算所为市场机构提供双边履约保障品管理服务和CRMA合约估值服务，助力提升管理交易对手信用风险的效率。

四是《资本新规》进一步拓展合格信用风险缓释工具种类。2023年11月，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》，在监管规则层面进一步明确信用衍生品的资本缓释和风险对冲作用，明确合格信用衍生品范围包括单名CDS、CDS指数、CRMW、信用风险缓释合约（CRMA）、信用保护合约、信用保护凭证等具有CDS功能的信用衍生品，推动信用衍生品

的资本缓释功能落地,有利于拓展信用衍生品的应用场景,充分发挥信用风险分散分担功能。

二、我国信用衍生工具的创设情况

发行情况

1. 银行间市场

银行间市场信用风险缓释工具(CRM)市场有所波动。2023年,CRM各品种共达成交易317笔,名义本金总计658.13亿元,同比增长24%。其中凭证类产品(CRMW和CLN)共创设203笔,名义本金合计380.53亿元,同比增长30%;合约类产品(CRMA和CDS)共达成交易114笔,名义本金合计277.60亿元,同比增长17%(见图1和图2)。2024年1—10月,凭证类产品(CRMW和CLN)共创设175笔,名义本金合计187.53亿元,同比大幅下降44%。

CRM市场仍以CRMW和CRMA产品为主,规模

结构趋于稳定。2023年,CRMW共创设177笔、357.14亿元,CRMA共交易89笔、251.13亿元,二者名义本金合计占比达到90%以上。2023年,CDS和CLN分别交易25笔和26笔,名义本金分别为26.47亿元和22.99亿元。

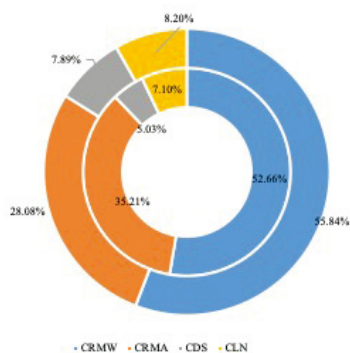
根据交易商协会网站披露的数据,截至2024年10月末,已有56家CRMW创设机构、52家CLN创设机构、59家CRM核心交易商以及179家CRM一般交易商¹完成备案(见表1)。商业银行和证券公司仍是我国信用风险缓释工具市场的主要参与主体,6大有商业银行均已完成CRMW、CLN创设机构以及核心交易商备案。

(1) 信用风险缓释凭证²

2023年,共有24家机构创设了176单CRMW产品,创设规模为357.14亿元,参照实体113家,对应参照债券163期,参照债券发行规模为916.26亿元,同比均大幅增长。2024年1—10月,共有18家机构创设了84单CRMW产品,创设规模为150.95亿元,参照实体34家,对应参照债券71期,参照债券发行规模为458.32亿

图1 2022年(内环)与2023年(外环) CRM各品种单数情况

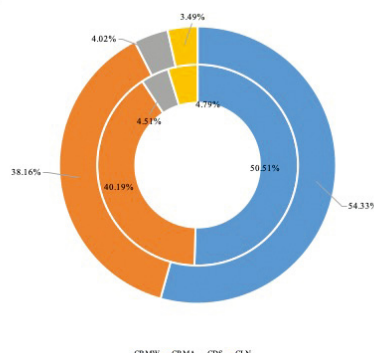
单数



资料来源: 交易商协会, 联合资信整理

图2 2022年(内环)与2023年(外环) CRM各品种名义本金规模情况

名义本金



资料来源: 交易商协会, 联合资信整理

¹根据2021年4月修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，资管产品应以管理人作为备案主体，因此一般交易商统计数量由资管产品修正为管理人维度。

²根据交易商协会《银行间市场凭证类信用风险缓释工具信息披露操作须知》，凭证类信用风险缓释工具分为公开创设和定向创设，公开创设的产品须在交易商协会网站、中国货币网、上清所、北金所网站披露。由于信息披露机制的差异，此处采用公开渠道获取到的数据进行分析，与CRMW市场整体规模有所出入。

元，均较2023年同期大幅减少约50%，主要是受债券市场收益率下行、信用利差缩窄因素影响，CRMW创设费率空间变小，CRMW创设数量随之下降。

发行节奏方面，2023年CRMW单月发行单数2~37单，月均创设规模约为29.76亿元，较上年同期（18.54亿元）大幅增长。2024年1—10月，CRMW单月发行单数3~14单，月均创设规模约为15.10亿元，同比大幅降低。

期限方面，CRMW创设凭证期限仍主要在1年以上。2023年，CRMW凭证期限分布在5天~4年，其中3年（1096天）期和2年（含731天）期最多，合计共73单，270天期（25单）和1年（含366天）（22单）次之。2024年1—10月，CRMW凭证期限主要为270天期（20单）、2年（含731天）期（18单）和3年（含1095天）期（13单）。CRMW凭证期限对其参照债券的期限覆盖率为100%，CRMW以支持债券一级发行为主。2023年，121单CRMW期限完全覆盖参照债券期限，占CRMW数量比重为68.75%，2024年1—10月，期限全覆盖的CRMW创设单数占比上升至86.90%

参照债券品种方面，2023年，中期票据是CRMW创设机构主要参照的标的，2024年1—10月，主要参照债券品种为超短期融资券。2023年，参照债券类型主

要为中期票据（53期）、定向工具（46期）、超短期融资券（45期）、短期融资券（20期）、资产支持证券（11期）。2024年1—10月，参照债券类型主要为超短期融资券（30期）和中期票据（28期）。

参照实体方面，2023年，城投债CRMW发行延续攀升态势，2024年，挂钩民企的CRMW产品规模进一步上升。2023年，银行间市场新创设的CRMW涉及参照实体113家，其中有87家参照实体为国有企业，21家为民营企业，国企数量占比超过70%。自2021年供给侧改革和城投端融资明显收紧后，CRMW参照实体开始明显转向如煤炭、钢铁等周期产能过剩行业的国企以及城投企业。2023年，城投债CRMW创设单数、参照实体和参照债券期数分别为61单、51家、58期，均较2022年进一步增加。2024年1—10月，CRMW涉及参照实体34家，其中有20家参照实体为民营企业，占比约为60%，CRMW挂钩民企占比进一步提升，助力“第二支箭”政策走深走实。挂钩民企债券发行的CRMW共63笔、130.86亿元，支持396.15亿元民企债券发行，同比均大幅增长。

参照实体主要分布在经济相对发达地区的工业行业，主体级别进一步集中于AA+级。2023年，主要分布在江苏省（28家）和山东省（17家），2024年1—10月，

表1 银行间市场已备案信用风险缓释工具创设机构及核心交易商数量

机构类型	CRMW创设机构	CLN创设机构	核心交易商
证券公司	16	14	17
股份制商业银行	11	11	11
城市商业银行	16	14	17
国有商业银行	6	6	6
外资金融机构	3	4	4
信用增进机构	1	1	1
农村商业银行	3	2	3
合计	56	52	59

资料来源：中国银行间市场交易商协会（NAFMII）网站，联合资信整理



CRMW参照实体主要分布在浙江省和上海 (各6家)；参照实体主要集中在工业行业，其次是金融行业；2023年，较2022年新增AA-级参照主体（西安高新技术产业风险投资有限责任公司，后于2024年8月提升为AA级），CRMW进一步向资质较弱的参照主体渗透。AA级和AA+级参照实体最多，合计占全部参照主体的80%以上。2024年1—10月，AA+级参照主体数量最多，占全部参照主体的60%（见表2）。

创设机构方面，商业银行仍为CRMW最主要的创设机构，创设单数和规模占比均在90%左右。2023

年，CRMW创设机构主要为国有商业银行（1家）、股份制商业银行（6家）、城商行（10家）、农商行（1家）、证券公司（5家）和担保机构（1家）。其中商业银行创设了158单CRMW，创设规模331.41亿元，证券公司创设了12单CRMW，创设规模16.09亿元，担保公司创设了6单CRMW，创设规模9.64亿元。2024年1—10月，CRMW创设机构主要为国有商业银行（2家）、股份制商业银行（7家）、城商行（6家）、农商行（1家）、证券公司（1家）和信用增进机构（1家）。其中商业银行创设了77单CRMW，创设规模145.80亿元，证券公司创设了1单CRMW，创设规模0.45亿元，信用增进机构创设了6单CRMW，创设规模4.70亿元。目前，CRMW的创设机构主体级别均为AAA级，具有很强的风险承担能力，保证了CRMW在发生信用事件时能够如期赔付。

截至2024年10月底，市场存续CRMW为247单，创设规模439.13亿元。存续CRMW参照实体级别分布中，AAA级、AA+级和AA级参照实体的CRMW占比分别为10.61%、40.91%和48.48%。从到期来看，2025年将有137单CRMW到期，创设规模为239.45亿元。

(2) 信用联结票据

近年来，市场参与者持续探索CLN产品应用场景，市场需求持续提升。创设机构根据投资者业务需求，投资中资美元债、离岸人民币债券等特定标的，并通过创设CLN实现对冲风险、分配收益和回收现金流

表2 2023年和2014年1—10月银行间市场CRMW发行情况——参照实体级别

参照实体级别	2023年			2024年1—10月		
	单数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	单数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)
AAA	27	78.70	10	24	74.65	9
AA+	77	157.19	45	50	63.00	17
AA	56	100.39	48	5	5.32	5
AA-	1	0.50	1	5	7.98	3
无评级	15	20.36	9	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

的作用。同时, CLN满足投资者的资产配置需求并增厚收益。2023年, 6家机构创设26笔CLN, 名义本金22.99亿元, 同比降低9%, 平均期限为1.40年, 交易占比3.49%。2023年, 除挂钩中资美元债模式外, 还首次出现挂钩多名RMBS的CLN产品。2024年1—10月, 在境内债券市场收益率下行背景下, 部分市场机构通过投资CLN间接获取跨境标的收益。7家商业银行和证券公司共定向创设91笔CLN, 名义本金36.58亿元, 同比大幅增长, 平均期限为2.40年, 主要挂钩标的包括境内企业发行的中资美元债、离岸人民币债券, 涉及房地产、金融、基础设施投融资等行业。

(3) 信用风险缓释合约³

2023年, 信用风险缓释合约 (CRMA) 参考债务类型持续多元, 帮助投资者释放授信和对冲债券风险。全年交易89笔, 名义本金合计251.13亿元, 名义本金同比增长18%。CRMA的显著特点是参照债券类型更加丰富, 涉及境内银行永续债、中资美元债、境外金融机构“点心债”、熊猫债以及其他境内信用债券等。CRMA的主要业务模式为信用保护买方通过购买保护, 实现对冲单一债券投资风险或释放参照实体授信额度的目的。

(4) 信用违约互换⁴

2023年, 信用违约互换 (CDS) 共交易25笔、26.47亿元, 同比增加11%。2023年9月, 银行间市场首单挂钩绿色资产支持票据的多参考实体CDS业务落地, 作为对单名CDS的有力补充, 通过定制挂钩多个参考实体, 满足市场机构个性化需求。

2. 交易所市场

交易所市场的信用风险缓释工具包括两类信用保护工具, 分别为信用保护合约和信用保护凭证。经

过前期积极探索试点, 交易所信用保护工具相关配套机制逐步完善, 保护力度有所增强。根据中国证券业协会披露, 2023年交易所市场共有13家证券公司创设信用保护工具规模共计315.97亿元, 同比增加168.45%。其中, 信用保护凭证规模43.38亿元⁵, 剩余均为信用保护合约, 信用保护合约规模远大于信用保护凭证。2024年1—10月, 8家机构创设信用保护凭证23.71亿元, 同比大幅减少。

信用保护凭证创设机构有证券公司 (包括中证金融与证券公司联合创设) 和担保公司, 其中, 证券公司是信用保护凭证创设的主要力量。2024年, 担保公司信用保护凭证创设规模增加, 共5.10亿元, 占比21.51%。

2023年7月31日, 中国天楹股份有限公司发行全国首单海洋领域民企科技创新债券, 由中证金融联合东吴证券全额创设信用保护合约, 吸引银行、信托等多方投资机构认购。“央地合作增信”模式首次应用于科技创新、海洋经济领域, 这是自2022年民企债券融资专项支持计划推出以来, 通过信用增信支持民营企业融资的又一创新举措, 助力企业拓宽融资渠道, 为其未来的进一步推广发挥了示范作用。

信用衍生工具创设价格

1. 信用衍生品定价模型

为了探索我国信用衍生品定价规律, 继续完善我国信用衍生品定价模型, 本报告比较分析了我国信用衍生品实际创设价格与定价模型测算价格之间的异同。

(1) 违约率模型

违约率模型给信用衍生品定价的基本思路是: 先通过恰当的方法推算出参照债务的违约概率 (Probability of Default, PD), 再通过违约概率和

³ 2023年数据来源于交易商协会, 2024年数据受限于公开可得性无法获悉。

⁴ 2023年数据来源于交易商协会, 2024年数据受限于公开可得性无法获悉。

⁵ 数据来源于Wind。

违约损失率来计算信用衍生品的价格。根据具体定价方式的不同, 违约率模型又可细分为二叉树模型、违约强度曲线模型和彭博违约率模型等。本报告采用二叉树模型来测算信用衍生品价格。

本报告以中债国开债即期收益率为无风险利率, 对2021—2024年10月我国发行的CRMW进行二叉树模型定价⁶, 发现2021年我国发行的58.10%的CRMW理论价格高于实际创设价格, 2022年我国发行的52.63%的CRMW理论价格高于实际创设价格; 而2023年仅有35.43%的CRMW理论价格高于实际创设价格, CRMW的实际平均创设价格比理论价格高18.76% (见图3), 2024年1—10月仅有20%的CRMW理论价格高于实际创设价格, CRMW的实际平均创设价格比理论价格高51.33% (见图4)。二叉树模型得出CRMW理论价格与实际创设价格出现上述差异的原因可能是由于二叉树模型的前提假设较多, 如企业违

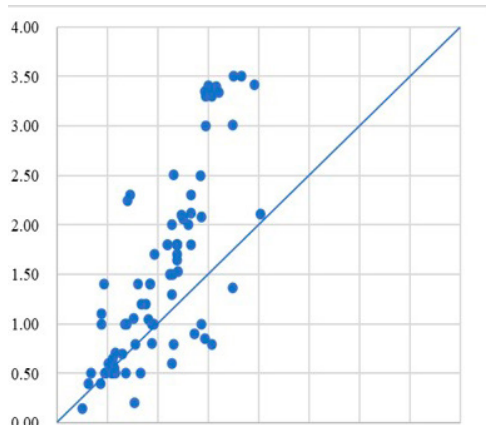
约服从泊松过程、违约概率符合风险中性假设、违约回收率为60%等, 如果假设与实际情况不符, 则会影响模型计算结果的准确度。

2023年, 我国175单CRMW存在创设价格, 平均创设价格为1.77元/百元名义本金, 而二叉树模型测算的CRMW平均价格为1.49元/百元名义本金, 其中, 113单CRMW的创设价格高于二叉树模型价格。总体而言, 2023年我国CRMW平均创设价格高于二叉树模型价格0.28元/百元名义本金。

2024年1—10月, 我国84单CRMW存在创设价格, 平均创设价格为1.04元/百元名义本金, 而二叉树模型测算的CRMW平均价格为1.58元/百元名义本金, 其中, 68单CRMW的创设价格高于二叉树模型价格。总体而言, 2024年1—10月我国CRMW平均创设价格高于二叉树模型价格0.53元/百元名义本金 (见表3)。

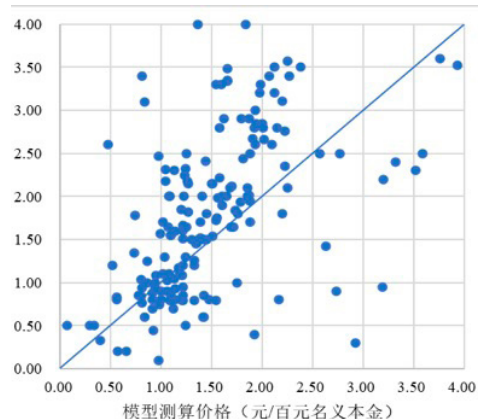
总体来看, 我国债券市场信用风险缓释工具经过

图3 2023年二叉树模型测算CRMW价格与实际创设价格对比



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 2024年1—10月二叉树模型测算CRMW价格与实际创设价格对比



资料来源: Wind, 联合资信整理

⁶国际通用假设条件是: 假设违约损失率为40%, 回收率为60%。考虑到我国债券市场的违约历史较短, 违约损失率和回收率数据积累不足, 本报告暂时采用国际通用假设条件。

十余年的发展，债券市场的违约概率与回收数据日渐积累，二叉树违约率模型的准确度有所提升。未来，我国CRMW等产品的定价有望更多地参考违约率模型，同时需要综合考虑市场供求状况、流动性溢价等因素。

(2) 信用利差模型

本报告再使用信用利差模型测算CRMW理论估值与实际创设价格的差异，信用利差模型中的风险收益率曲线选取联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）编制的非金融企业债务融资工具收益率曲线，无风险收益率曲线选取中债国开债即期收益率曲线，并用风险收益率曲线与无风险收益率曲线的差值作为CRMW的理论价格。选取CRMW凭证支付方式为前端一次性付费的样本进行测算，并剔除参照债券为资产支持证券的样本。整体来看，2020年以来多数CRMW的实际创设价格高于信用利差模型下的理论价格，近年来信用风险事件常态化发生，一方面CRMW创设机构有动机提高产品创设价格以获得与其承担的风险敞口相匹配的收益水平；另一方面投资者风险偏好下行，在认购参照债券时“加购”信用衍生品的倾向有所提高，2020年至2023年，在成功创设且披露产品簿记建档价格区间的CRMW中，实际创设价格与簿记建档价格区间最高价相同的产品比例逾30%（见表4）。



需要说明的是，信用利差模型使用参照实体所发无担保债券的收益率与同期限无风险收益率之间的信用利差反映信用风险溢价水平，并作为CRMW定价的参考。信用利差模型未将流动性溢价、创设机构信用风险等因素考虑在内，且在实践操作中，由于无法基于各参照实体逐一构建风险收益率曲线，本报告使用基于相同信用评级的风险收益率曲线进行代替，无法精确地反映参照实体的风险水平。信用利差模型操作简便，但模型测算结果受到较多因素影响，只能对CRMW定价提供有限的参考。

表3 二叉树模型测算2018—2024年CRMW价格与实际创设价格比较

创设年份	CRMW发行数量(单)	创设价格均值(元/百元名义本金)	模型测算价格均值(元/百元名义本金)	差值(元/百元名义本金)
2018年	51	1.32	2.09	-0.77
2019年	85	1.59	1.87	-0.28
2020年	72	1.45	1.73	-0.29
2021年	105	1.54	1.86	-0.31
2022年	95	2.04	2.23	-0.19
2023年	175	1.77	1.49	0.28
2024年1-10月	84	1.58	1.04	0.53
总计	667	1.66	1.72	-0.06

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 创设价格与参照实体信用风险、期限、覆盖率等因素的相关性

本报告选取2018年至2024年10月的CRMW样本⁷，研究参照债券发行利率、参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率、无风险收益率（簿记建档日同期限国开债即期收益率）4个因素与CRMW创设价格的可能关系。从散点图的分布情况来看，参照债券发行利率、参照实体主体信用等级与CRMW创设价格的相关性较强，CRMW覆盖率、无风险收益率则未表现出和CRMW创设价格明显的相关性。

本报告使用统计软件对CRMW创设价格、参照债券发行利率、参照实体主体信用等级⁸、CRMW覆盖率、无风险收益率（簿记建档日同期限国开债即期收益率）进行斯皮尔曼相关性分析。结果显示，在95%置信区间下，2018年至2022年全部样本中，参照债券发行利率、参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率、无风险收益率4个变量与CRMW创设价格的相关性均显著。2023年和2024年1—10月的样本中，仅参照债券发行利率与CRMW创设价格显著相关，表明债券发行定价市

场化程度稳定提升，参照实体、参照债券的信用风险已经较为充分地反映在债券发行利率中。

3. 国内信用风险缓释工具创设价格指数

信用衍生品除了参照单一经济实体的单一信用衍生品之外，还有参照一系列经济实体的组合信用衍生品，其中，信用衍生品指数是重要的组合信用衍生品。信用衍生品指数可以参照特定区域、特定行业的一系列经济实体，并通过指数的变化反映该特定区域、特定行业的信用风险变化趋势。

本报告以2018年为基期，依据2018—2024年10月参照7家企业的128单CRMW产品，计算了2023—2024年10月不同区域的CRMW指数。2023年，CRMW浙江指数为97.10点，与2022年相比，上升了14.56点，表明与2022年相比，2023年浙江省企业的信用风险有所上升；2024年1—10月，CRMW浙江指数为82.61点，与2023年相比，下降了14.49点，表明与2023年相比，2024年1—10月，浙江省企业的信用风险有所回落，接近2022年的风险水平（见表5）。

2023年，CRMW江苏指数为215.92点，与2022年

表4 信用利差模型测算2018—2023年CRMW实际创设价格与理论价格比较

创设年份	CRMW发行数量 (单)	创设价格均值 (元/百元名义本金)	模型测算价格均值 (元/百元名义本金)	差值 (元/百元名义本金)
2018年	49	1.31	1.42	-0.11
2019年	65	1.71	1.26	0.45
2020年	53	1.60	1.11	0.49
2021年	66	1.75	1.11	0.64
2022年	76	2.01	1.18	0.84
2023年	87	1.91	0.88	1.04
总计	396	1.75	1.13	0.62

注：由于数据可获得性，测算数据截至2023年末
资料来源：联合资信整理

⁷ 付费方式为前端一次性付费、参照债券为信用债、采用簿记建档方式定价的 CRMW 样本。

⁸ 对参照实体主体信用等级进行赋值处理，AAA 级为 1，AA+ 级为 2，AA 级为 3。

相比，大幅上升了62.24点，表明与2022年相比，江苏省企业的信用风险明显上升；2024年1—10月，CRMW江苏指数为214.15点，与2023年相比，略微下降了1.76点，表明与2023年相比，2024年1—10月，江苏省企业的信用风险略有回落，但仍明显高于2022年的风险水平。

总体来看，2023年CRMW总指数为148.83点，较2022年上升了38.57点，表明与2022年相比，我国江浙地区发债企业2023年的整体违约风险呈上升态势；2024年1—10月CRMW总指数为139.45点，较2023年下降了9.37点，表明与2023年相比，我国江浙地区发债企业2024年1—10月的整体违约风险有所下降，但仍处于历史高位。由于数据的缺失，上述CRMW指数的样本企业有限，使得测算可能存在局限性，导致上述指数不一定全面反映了违约风险的走势。

三、我国信用衍生工具的交易情况

2023年，根据交易商协会披露，我国信用风险缓释市场二级市场交易成交746笔，涉及创设金额179.28亿元，较上年增加271%，仍以搭配现券交易或做市为主，二级市场活跃度显著提升。但相较于我国债券存续体量，债券融资工具信用风险对冲需求仍有待开发。2023—2024年10月，共有97单CRMW产品到期，未出现触发信用事件的情形。

四、我国信用衍生工具市场未来展望

展望未来，随着监管政策的完善和市场参与者的成熟，信用衍生工具有望进一步支持民营企业发债融资；信用联结票据将继续支持中资境外债的发展；信用衍生品的保护期限有望进一步延长。

信用衍生工具将进一步支持民企融资

近年来，参照民企的CRMW产品规模明显上升。2023年，CRMW涉及参照实体113家，其中有21家参照实体为民营企业，民营企业数量占比18.58%。2024年1—10月，CRMW涉及参照实体34家，其中有20家参照实体为民营企业，占比近60%，CRMW挂钩民企占比进一步提升，助力“第二支箭”政策走深走实。

未来，民营企业的信用风险将持续累积，亟需信用衍生工具分散信用风险。为了支持民营企业发债融资、分散信用风险，监管部门或将进一步推出激励政策，鼓励创设机构继续为民营企业创设信用衍生工具，进一步分散民营企业信用风险，增强投资者对民营企业的信心。

信用联结票据将继续支持中资机构境外发债并帮助投资者间接投资参照债券

近年来，市场参与者持续探索CLN产品跨境应用

表5 2018—2024年10月CRMW创设价格指数

指数类型	CRMW参照实体家数	CRMW发行数量	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年1-10月
CRMW浙江指数	5	98	100.00	111.16	74.79	103.22	82.54	97.10	82.61
CRMW江苏指数	2	30	100.00	151.31	146.72	145.90	153.68	215.92	214.15
CRMW总指数	7	128	100.00	130.30	104.10	122.97	110.26	148.83	139.45

注：CRMW创设价格指数的计算方法是首先计算出各年参照同一主体发行的CRMW的平均创设价格；然后，计算各年参照同一组合中不同主体发行的CRMW的平均创设价格；最后，将当年参照同一组合中不同主体发行的CRMW平均创设价格与上年参照同一组合的CRMW平均创设价格对比，并基于基期（2018年）调整得到各年CRMW创设价格指数；江苏企业包括红豆集团有限公司、亨通集团有限公司；浙江企业包括红狮控股集团有限公司、华立集团股份有限公司、浙江恒逸集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司、中天建设集团有限公司
资料来源：Wind，联合资信整理

场景, 保护范围不断扩大。创设机构通过创设CLN实现对冲风险、分配收益和回收现金流的作用。同时, CLN满足投资者的跨境资产配置需求并增厚收益。2023年, 6家机构创设26笔CLN, 名义本金22.99亿元。2024年1—10月, 在境内债券市场收益率下行背景下, 部分市场机构通过投资CLN间接获取跨境标的收益。7家商业银行和证券公司共定向创设91笔CLN, 名义本金36.58亿元, 同比大幅增长, 主要挂钩标的包括境内企业发行的中资美元债、点心债, 涉及房地产、金融、基础设施投融资等行业。

未来, 随着越来越多中资机构走向国际债券市场, CLN将进一步发挥跨市场投资和风险分散的优势, 一方面支持我国企业在境外发行债券融资, 另一方面帮助我国投资者进行跨境投资, 提高投资收益。

信用衍生品的保护期限将进一步延长

近年来, 我国信用衍生品的保护期限不断延长, 为投资者提供更长期的保护。2023年, 首次出现保护期限达到4年的CRMW, 南京银行淮安清江浦融合投资控股集团有限公司、淮安市淮安城市资产经营有限公司发行的中期票据提供了4年的保护。2024年1—10月, 首次出现了保护期限达5年的CRMW, 青岛银行为乳山市国有资本运营有限公司发行的中期票据提供了5年的长期保护。

未来, 随着我国长期债券的增多, 投资者更多采用长久期策略, 我国信用衍生品的保护期限也有望进一步延长, 为更多长期债券提供信用保护, 支持耐心资本等长期投资者进行债券投资。■



城投公司参与股权投资现状观察 —以青岛、宁波为例

文 | 联合资信 张婧茜

一、引言

2023年7月“一揽子化债”方案以及2024年11月通过的《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》等一系列化债举措实施后，短期内城投公司流动性压力得以缓解，长期来看，城投公司债务化解仍需依赖自身转型增强造血能力。城投公司转型的重要模式之一是转型为地方国有资本运营平台，即以股权、基金投资等方式参与地方产业引导和企业培育。该模式下，城投公司依托与地方政府较强协调关系、资金优势，通过直接控股或间接基金投资参与投资地方政府所倡导产业，“以投代招”推动相关产业落地。不同区域城投公司依据其所在区域资源禀赋、产业布局、经济结构、财政实力、行政层级等，参与股权投资的情况存在分化。青岛市与宁波市均作为副省级计划单列市，港口资源丰富，制造业发达，且在人口、经济总量及一般公共预算收入规模等方面具有可比性。本文以青岛市及宁波市城投公司为例，研究二者在参与股权投资中展现的不同形态以期探讨城投公司参与股权投资现状。对于参与股权投资规模较大且数据获取性强的企业，本文采取案例分析的方法，进一步分析其在股权投资的主要投向与区域主导产业的联动性，并分析相关的信用风险。

二、区域经济及产业情况

青岛市及宁波市作为中国首批计划单列市，二三产业占比高，重点产业中信息技术、高端装备制造、化

工、新能源汽车存在一定相似性；分化主要体现在青岛更侧重智能家电、海洋装备、食品饮料及纺织服装等传统制造业，宁波更突出生物医药、新材料等产业。得益于吞吐量排位全球第一的宁波舟山港及优越的经济腹地，宁波在财政实力方面具备较强优势。青岛港在国际贸易中的地位同样非常重要，是中国的综合性主枢纽港和集装箱干线港口。

区位方面，青岛市位于山东半岛南部，地处京津冀和长三角两个经济圈之间，是黄河流域主要出海通道和欧亚大陆桥东部重要端点，战略地位明显。宁波市位于浙江省东部沿海，地处长三角南翼，是连接华东地区和华南地区的重要枢纽，亦具有明显的区位优势。

人口方面，2023年，青岛市及宁波市常住人口分别为1037.15万人和969.70万人，均小幅净流入，增幅分别为0.28%和0.82%，均具备一定的人口虹吸效应。

产业布局方面，青岛市及宁波市均以工业立市，二三产业占比高，且均以三产为主。其中，2023年宁波市二产占比较青岛市高出12.4个百分点。青岛、宁波重点产业及产业集群均包括信息技术、高端装备制造、化工、新能源汽车等，有一定的重合；分化主要体现在青岛更突出智能家电、海洋装备、食品饮料及纺织服装产业等传统制造业，与区域内上市企业产业呈较强关联性，宁波更突出生物医药、新材料等产业。未来产业方面，青岛市与宁波市均重点涉足互联网、空天信息技术领域。从上市公司角度来看，青岛及宁波上市公司均以制造业为主，符合产业结构特征，宁波市上市公司数量更多、市值更大；从细分行业看，区域内均存在上市港口企业及上市金融企业。

港口资源方面，宁波舟山港位于浙江省宁波市和舟山市，其作为中国沿海主要港口和国家综合运输体系的重要枢纽，承担着铁矿石、原油、煤炭等大宗商品的中转任务。2023年宁波舟山港的货物吞吐量为13.24万吨，同比增长4.9%，集装箱吞吐量3530TEU，同比增长5.8%。青岛港位于胶州湾，是中国综合性主枢纽港和集装箱干线港口，拥有多条国际集装箱航线，连接中国与世界各地，主要货种包括原油、铁矿石、煤炭和粮食等。2023年，青岛港的货物吞吐量为6.84万吨，同比增长4.0%，集装箱吞吐量为2877万TEU，同比增长12.1%。按照吞吐量排名，宁波舟山港及青岛港分列全国第一及第四名，且宁波舟山港连续多年位居全球第一，浙江省作为直接经济腹地，其腹地高经济活力对宁波舟山港吞吐量形成良好支撑。青岛港直接经济腹地山东省经济平稳增长，腹地经济整体实力很强，为其提供了充足的货源支持。

金融资源方面，截至2023年底，青岛市和宁波市金融机构存款余额分别为2.71万亿和3.41万亿；金融机构贷款余额分别为3.01万亿和3.81万亿。银行资源方面，截至2024年11月底，青岛市辖区内共有银行55家，其中青岛银行股份有限公司（002948.SZ、03866.HK）及青岛农村商业银行股份有限公司（002958.SZ）资产规模相对较大，截至2023年底，资产规模分别为6079.85亿元及4679.37亿元，资本充足率分别为12.79%及13.21%。截至2024年11月底，宁波市辖区内共有银行61家，其中宁波银行（002142.SZ）资产规模明显较大，截至2023年底，资产规模为2.71万亿，资本充足率为15.01%。

产业政策方面，近年来，《关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》《山东省新旧动能转换基金管理办法》及《关于支持青岛西海

岸新区进一步深化改革创新加快高质量发展的若干措施》等政策陆续出台，主要聚焦支持山东探索转型发展之路，增强区域发展活力动力，推动绿色低碳高质量发展，鼓励吸引社会资本，重点投资于山东省新旧动能转换重点领域；支持西海岸新区建设海洋特色鲜明的科教产业基地，建设国内一流的工业互联网产业园区，支持先进制造业高质量发展，支持企业做大做强、培育具有核心竞争力的企业、支持产业转型升级等措施（见表1）。青岛市近期出台的政策聚焦鼓励扶持新能源汽车产业、低空经济产业、充电基础设施建设产业等。宁波市出台了《宁波市人民政府关于印发宁波市加快打造“361”万千亿级产业集群行动方案（2023—2027年）的通知》和《宁波市能源发展“十四五”规划》等产业政策，明确以制造业高质量发展为主线，实施产业平台提升、工业投资攻坚、企业“四上”¹培强、科技创新加速、品质管理创优、数字融合赋能、未来产业培育等七大行动，全面提升产业竞争力，宁波市近期出台的政策鼓励能源、生物医药及软件等产业发展。青岛市更侧重于传统制造业，从政策提倡的导向来看，其区域产业转型压力可能更大。

经济发展方面，2019年以来，青岛市及宁波市国内生产总值（GDP）均逐年提升（见图1）。青岛市2023年GDP达1.58万亿，增速方面，2021年增速最高达8.3%，2022年增速有所回落。2019年，宁波市经济呈“后来居上”的态势。其中，宁波市2023年增速回升较快主要受益于二三产业双轮驱动及消费和投资结构的优化，值得关注的是2023年宁波市住宿餐饮业增加值同比增长9.9%，“361”万千亿级产业集群增加值增长8.5%，均高于GDP平均增速。2023年，青岛市三产占比为3.1:33.4:63.5，宁波市三产占比为2.3:45.8:51.9，两市均以二产及三产为主，其中青岛市

¹ “四上”企业是指规模以上工业企业、限额以上批零住餐企业、规模以上服务业企业、具有资质的建筑业企业和有开发经营活动的房地产开发经营企业的统称。

三产对经济总量的贡献更大。

财政实力及债务负担方面, 2019—2023年, 青岛市和宁波市综合财力均波动下降, 均主要受政府性基金收入下降影响 (见图2和图3)。2023年, 青岛市综合财力超过2200亿元, 其中一般公共预算收入、政府性基金收入及上级补助收入²占比分别为60.17%、23.87%和15.96%, 一般公共预算收入对综合财力的贡献较大。2023年, 宁波市综合财力超过2800亿元, 其中一般公共

预算收入、政府性基金收入及上级补助收入占比分别为63.65%、32.16%和4.19%, 亦主要依赖一般公共预算收入, 对上级补助收入的依赖相对较小。债务负担方面, 青岛市债务率体现了更快的上升趋势 (见图4)。

三、青岛及宁波城投公司参与股权投资现状

截至2024年9月底, 青岛市及宁波市有存续债券

表1 青岛市及宁波市产业布局及政策支持情况

项目/区域	青岛市	宁波市
三次产业结构 (2023年)	3.1:33.4:63.5	2.3:45.8:51.9
产业布局	重点产业: 智能家电、轨道交通装备、新能源汽车、高端化工、海洋装备、食品饮料、纺织服装等	重点产业: 新材料、高端装备、电子信息、生物医药、新能源汽车、节能环保等
	产业集群: 信息技术、高端装备制造、汽车及新能源汽车、生物医药、新能源、新材料、高端智能家电、轨道交通装备、高技术船舶与海工装备、高端化工	产业集群: 化工新材料、节能与新能源汽车、特色工艺集成电路、智能成型装备等
	未来产业: 基因与细胞、量子信息、未来网络、空天技术等	未来产业: 工业互联网、第三代半导体、先进功能装备、空天信息、先进前沿材料、氢能、区块链等
上市公司数量	A股: 65家 H股: 5家	A股: 120家 H股: 2家
上市公司市值	A股: 0.64万亿元 H股: 1116.44亿港元	A股: 1.22万亿元 H股: 43.79亿港元
上市公司按照市值排名前十大	海尔智家股份有限公司 (家用电器)、青岛啤酒股份有限公司 (酒类)、赛轮集团股份有限公司 (汽车零部件)、青岛港国际股份有限公司 (港口)、海信视像科技股份有限公司 (家用电器)、岛森麒麟轮胎股份有限公司 (汽车零部件)、青岛特锐德电气股份有限公司 (电工电网)、青岛百洋医药股份有限公司 (医疗保健)、青岛农村商业银行股份有限公司 (银行)、青岛汉缆股份有限公司 (电工电网)	宁波银行股份有限公司 (银行)、公牛集团股份有限公司 (电工电网)、宁波拓普集团股份有限公司 (汽车零部件)、宁波舟山港股份有限公司 (港口)、宁波德业科技股份有限公司 (电子元件及设备)、宁波杉杉股份有限公司 (精细化工)、雅戈尔时尚股份有限公司 (纺织服装)、宁波东方电缆股份有限公司 (电工电网)、宁波三星医疗电气股份有限公司 (电工电网)、锦浪科技股份有限公司 (电工电网)
国家级开发区 (部分)	国家级新区: 西海岸新区 (海洋强国战略)、自贸区: 中国 (山东) 自由贸易试验区、中国-上海合作组织地方经贸合作示范区	国家级开发区: 宁波经济技术开发区、宁波杭州湾经济技术开发区、宁波高新技术产业开发区、宁波石化经济技术开发区
政策支持 (省市)	《关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》《山东省新旧动能转换基金管理办法》《关于支持青岛西海岸新区进一步深化改革创新加快高质量发展的若干措施》《青岛市现代流通战略支点城市建设方案》《青岛市促进低空经济高质量发展实施方案》《山东省新能源汽车产业高质量发展行动计划》《青岛市人民政府办公厅关于印发青岛市加快推进充电基础设施建设实施方案的通知》《青岛市碳金融发展三年行动方案 (2023-2025年) 》	《宁波市人民政府关于印发宁波市加快打造“361”万千亿级产业集群行动方案 (2023—2027年) 的通知》《宁波市能源发展“十四五”规划》《宁波市加快推进生物医药产业发展若干意见》《宁波市推进软件产业高质量发展专项政策意见》《宁波市中小企业数字化转型城市试点专项资金使用管理实施细则》《浙江省优化营商环境条例》《宁波市服务业发展专项资金使用管理办法》

注: 上市公司数量数据时间节点为2024年12月9日
 资料来源: 根据公开资料整理

² 上级补助收入 = 一般公共预算收入中上级补助收入 + 政府性基金收入中上级补助收入, 一般公共预算收入中上级补助一般为直接取得, 或采用“上级税收返还 + 一般性转移支付 + 专项转移支付”计算所得。

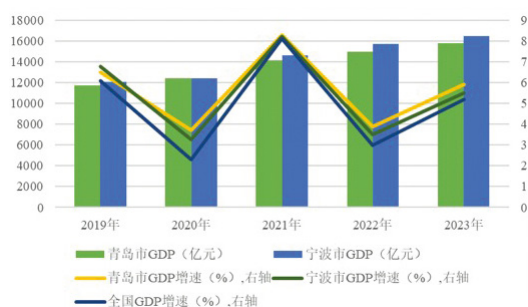
的城投公司分别为57家和85家, 经剔除合并范围内重复数据后, 本文选取2020—2023年及2024年1—6月财务数据可获取的样本企业分别为34家和57家作为研究对象, 样本企业均为基础设施建设主体, 未包含产业类国有企业及城投公司控股子公司的股权投资情况。本报告以城投公司资产负债表中“长期股权投资”“其他权益工具投资”及“其他非流动金融资产”三项测算城投公司的股权投资规模, 以“投资收益中对联营企业、合营企业的投资收益/上年底长期股权投资”衡量长期股权投资收益, 以利润表中“投资收益/利润总额”测算城投公司投资收益对企业利润总额的贡献程度。同时, 对于股权投资规模较大的样本企业, 本文采取案例分析的方法, 进一步探讨其股权

投资主要投向及与区域重点产业的联动性, 并探讨可能存在的信用风险。

青岛市及宁波市城投公司股权投资规模均逐年增长, 但增速以2022年为界明显放缓, 两地城投公司参与股权投资力度差异不大, 青岛市地市级城投公司承担了更多的股权投资任务。

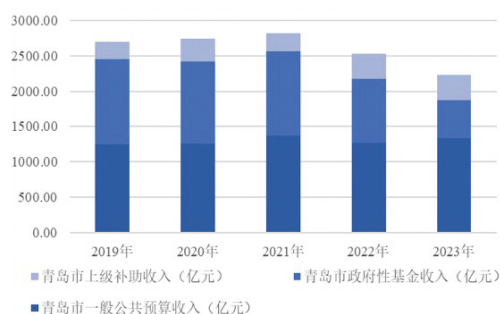
2020—2024年6月底, 青岛市及宁波市城投公司股权投资规模均逐年增长, 但增速以2022年为分界点明显放缓。其中, 2021年青岛市城投公司股权投资增速高主要系受执行新金融工具准则进行科目调整, 以及山东省国资委将山东省港口集团有限公司46.604%国有产权及享有的权益无偿划转至青岛城市建设投资(集团)有限责任公司(以下简称“青岛城投”), 使

图1 青岛市及宁波市经济总量及增速



资料来源: 联合资信区域数据库

图2 青岛市综合财力



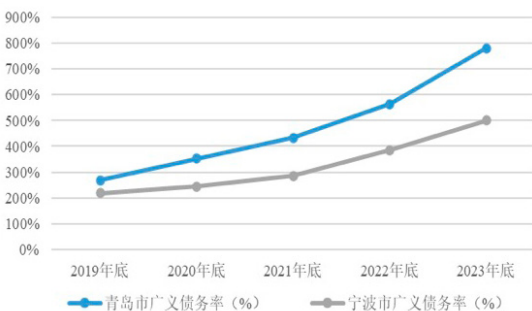
资料来源: 联合资信区域数据库

图3 宁波市综合财力



资料来源: 联合资信区域数据库

图4 青岛市及宁波市广义债务率



资料来源: 联合资信区域数据库

得其他权益工具投资同比大幅增加等影响综合所致。

2021年,宁波市城投公司股权投资增速相对较高,主要系当年宁波轨道交通集团有限公司新增长期股权投资规模较大所致,投向主要为宁波银行、杭甬铁路客运专线有限责任公司等。

从股权投资占资产总额比重来看,2021年,青岛市投资规模提升致使2021年底股权投资占资产总额比重提升至接近12%,之后缓慢下降至不足10%。宁波市股权投资占资产总额比重持续攀升,2024年6月末为6.51%。若以股权投资占总资产比重作为衡量城投公司参与股权投资力度的重要指标,青岛和宁波差异不大。分层级来看,青岛市城投公司股权投资资产主要集中于地市级城投公司,截至2024年6月底,地市级城投公司股权投资资产占青岛市股权投资规模合计的比重较高。

投资收益方面,青岛市地市级样本企业长期股权投资收益规模整体高于其他样本企业,2023年宁波市样本企业长期股权投资收益增速表现相对较好。两市样本企业整体投资效益表现一般,对利润总额形成较大补充,青岛市的样本企业投资收益对利润总额的贡献程度更高。

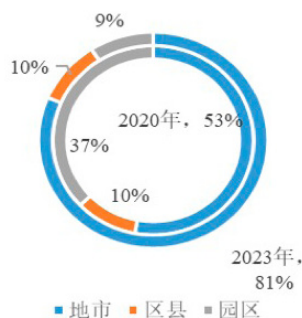
2020年,青岛市长期股权投资规模略低于宁波市长期股权投资规模,长期股权投资收益规模情况相差

不大。2021—2023年,青岛市长期股权投资规模及投资收益规模均高于宁波市,两市相比,长期股权投资规模与投资收益规模呈正相关性。其中,2022年,在长期股权投资规模变动不大的情况下,青岛市和宁波市长期股权投资收益规模均有所下滑,考虑到当年的财政自给率及创税能力属于近年来低点等特点,长期股权投资收益可能受公共卫生事件反复、减税降费政策、房地产市场遇冷等影响综合所致。

分层级看,青岛市地市级样本企业(4家)长期股权投资收益规模占全市城投公司投资收益的比重高于同期区县级(27家)及园区级(3家),且至2023年差距明显扩大,可能系地市级城投公司在引导产业落地过程中承担着更多职能(见图5和图6)。2023年宁波市地市级样本企业(43家)的长期股权投资收益占比较2020年有明显的提升,此外,宁波市地市级样本企业(7家)同样承担着较为重要的产业引导任务,与园区级样本企业(7家)在长期股权投资收益占比中均有所下降(见图7)。得益于较为优质的金融环境及政策的陆续出台,宁波市样本企业的2022—2023年投资收益增速表现相对较好,相关样本企业对所投企业涓滴效应更加明显(见图8)。

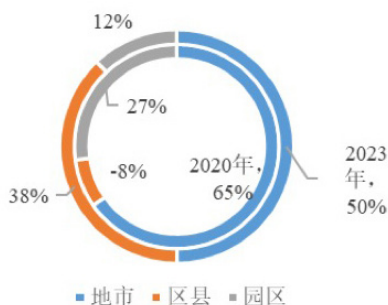
2021—2023年,两市样本企业整体投资效益表现一般。从投资收益对利润的贡献角度看,2021—

图5 青岛市分层级城投公司对联营企业、合营企业的投资收益占比



资料来源:联合资信区域数据库

图6 宁波市分层级城投公司对联营企业、合营企业的投资收益占比



资料来源:联合资信区域数据库

2023年,宁波市投资收益占利润总额的比重呈逐年增长,青岛市的样本企业投资收益对利润总额的贡献程度更高。

青岛市及宁波市样本城投公司股权投资均呈现与区域重点发展产业较强的联动性,样本企业长期股权投资投向较为多元,方式包括直接投资及通过基金投资。宁波市样本企业产业类基金投资较为活跃,其中宁波经济技术开发区控股有限公司(以下简称“宁波经开控股”)股权投资规模占资产总额的比重超过80%,股权投资规模大。

青岛市以工业立市,重点产业包括智能家电、轨道交通装备、新能源汽车、高端化工、海洋装备、食品饮料、纺织服装等。按照股权投资规模排序,下文将细化研究青岛城投及青岛西海岸新区融合控股集团有限公司(以下简称“西海岸融控”)股权投资情况,上述两家城投公司占区域样本企业股权投资规模合计的比例为52.84%,具有较大代表性,同时探讨上述两家城投公司股权投资与区域内重点产业的联动性、投资收益情况等。

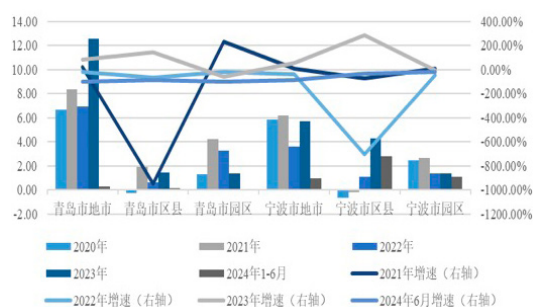
青岛城投股权投资规模较大,投向较为多元,方式包括直接股权投资、基金投资等,涉及机场行业、地方农商行、低空经济领域的独角兽企业及新能源汽车产业等。项目收益方面,2021—2023年,青岛城投获得

投资收益分别为63.69亿元、39.14亿元和26.53亿元,规模较大主要为持有的金融资产获得收益和处置持有的部分股权获得的收益;同期,取得投资收益收到的现金分别为62.79亿元、39.12亿元和19.33亿元。整体看,青岛城投股权投资规模大,来源主要包括政府无偿划转的资产及股权类投资资产,投资的标的较为优质,每年带来较高规模的投资收益。同时,青岛城投投资参与民用航空器及新能源汽车领域项目,需关注区域内行业竞争格局及行业景气度波动对利润水平的影响等。

西海岸融控股权投资方向主要涉及公用事业及城投公司、信息技术、人工智能、生物医药、金融等。项目收益方面,2021—2023年,西海岸融控获得投资收益分别为5.70亿元、5.18亿元和5.43亿元,其中2023年主要为委托贷款取得的利息收入、权益法核算的长期股权投资收益及其他权益工具投资的投资收益,取得投资收益收到的现金分别为4.14亿元、3.07亿元和1.87亿元。2023年,盛融创智(青岛)产业投资基金合伙企业(有限合伙)投资收益表现较好,当期确认投资收益1.28亿元。此外,2023年底,西海岸融控长期股权投资较2022年底下降35.62%,主要系石大胜华新材料集团股份有限公司纳入合并范围不再计入长期股权投资核算。

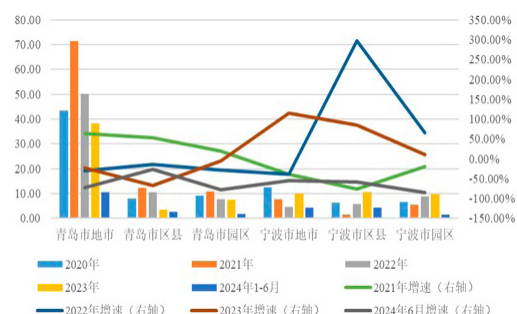
宁波市重点培育“361”万千亿级产业集群产业,

图7 分层级城投公司长期股权投资投资收益对比(单位:亿元)



资料来源:联合资信区域数据库

图8 分层级城投公司投资收益对比(单位:亿元)



资料来源:联合资信区域数据库



包括“数字产业、绿色石化、高端装备”3个万亿级产业集群，“新型功能材料、新能源、关键基础件、智能家电、时尚纺织服装、现代健康”6个千亿级产业集群，以及“前沿新材料、未来智能、元宇宙、未来能源、空天科技、未来海洋、量子科技、原创新药、未来诊疗”等一批新兴和未来产业群。2023年宁波“361”万千亿级产业集群增加值增长8.5%，高出规上工业增速1.9个百分点，经济带动效应明显。下文将探讨宁波城建投资集团有限公司（以下简称“宁波城建”）及宁波经开控股股权投资情况（截至2023年底上述两家城投公司股权投资规模占区域样本企业股权投资规模合计的比例为21.45%，具有一定代表性），并探讨与区域内重点产业的联动性、投资收益情况等。

宁波城建股权投资方向主要涉及基础设施建设、房地产开发、金融、新能源、高端装备制造、医药等领域，产业类基金投资较为活跃。项目收益方面，2021—2023年，宁波城建获得投资收益分别为4.59亿元、1.70

亿元和4.91亿元，其中2023年投资收益增幅较大主要系上海康恒环境股份有限公司当年确认投资收益1.97亿元，及宁波杭州湾华润燃气有限公司确认投资收益0.43亿元综合所致，取得投资收益收到的现金分别为1.90亿元、1.54亿元和2.15亿元。

宁波经开控股股权投资规模很大，占资产总额的比重超过80%，从投向方向看主要为地方城投公司、半导体产业、信息技术产业及少量银行股权。项目收益方面，2021—2023年，宁波经开控股获得投资收益分别为4.51亿元、8.31亿元和1.67亿元，其中2022年规模较大主要系宁波经济技术开发区金帆投资有限公司处置上市公司股权取得的投资收益7.00亿元，该类收益可持续性有待观察。2021—2023年，宁波经开控股取得投资收益收到的现金分别为0.77亿元、1.52亿元和0.96亿元。

四、总结

综上所述，由于城投公司参与股权投资的归因并非完全以追求投资收益为目标，仍以支持当地政府产业引导落地、促进区域产业转型升级等为主要目的，会更关注通过股权投资方式实现自身转型、发挥产业集聚效应、增强区域创税能力及发展区域经济。此外，城投公司参与投资地方银行资产一定程度有助于其资产保值，并在融资、信贷等方面获得更优质的服务。

在实现区域产业转型升级及提升城投公司盈利水平的过程中，亦需要关注城投公司参与股权投资可能给其带来的信用风险。首先，需要关注城投公司股权投资待退出的规模，待退出规模的大小可能会影响市场的流动性和资产定价，从而影响退出时点和退出策略。第二，关注投资方式，由于产业类基金具有一定杠杆作用，若投资效益不佳或加大信用风险敞口。第三，关注债务与收益的错配，城投公司在进行股权投资时，需要警惕资金成本倒挂、期限错配、流动性压力加大以及投资标的经营不善导致的资产减值或资金回收困难等风险。///

供应链票据资产证券化指引解读

文|联合资信 孙歌珊 李明

一、引言

2024年11月29日,上海票据交易所(以下简称“票交所”)发布《上海票据交易所供应链票据资产证券化基础资产操作指引》(以下简称“指引”),中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》(以下简称“通知”),宣布票交所和交易商协会将联合开展供应链票据资产证券化创新试点。

本研究将结合上述两项制度文件,对供应链票据资产证券化定义、基础资产特征、交易结构特点以及资产证券化业务实操中的披露要求进行解读和探讨。

二、供应链票据资产证券化定义

《通知》首次明确供应链票据资产证券化的定义,并对供应链票据及其特征进行补充介绍。

根据《通知》,供应链票据资产证券化是指由未贴现供应链票据或相关财产权利作为基础资产所产生的现金流作为主要偿付支持,发起机构通过特定目的载体(以下简称“SPV”)发行资产支持票据(ABN)、资产支持商业票据(ABCP)等企业资产支持证券的业务活动。其中,供应链票据是指出票人通过符合条件的供应链平台,基于供应链场景和真实交易关系,在票交所供应链平台签发的电子商业汇票。因此,供应链票据属于电子商业汇票的一种,其基本特征与电子商业汇票相同,并且受到《票据法》的保护。它的显著

优势在于票据由供应链平台签发,能够直接嵌入供应链场景,在供应商授权情况下,核心企业可在供应链平台追踪票据流转路径及用信情况。在供应链票据签发时,出票人需要上传贸易背景相关资料。同时,供应链平台负责对背景资料的真实性进行严格审核,这样可以从源头上增强对贸易背景真实性的把控。

三、基础资产的特点

《指引》与《通知》明确了供应链票据的准入条件,相较于传统的应收账款资产,鉴于供应链票据运营于“票交所+供应链平台”双平台,使其具备电子化、信息公开化、具备完善基础设施的特点,《指引》与《通知》也针对上述特点提出了新的要求。

供应链票据是应收账款的一种新形式的载体,因此其作为资产进行资产证券化的标准与应收账款资产证券化对于基础资产的要求,二者具有一致性。而供应链票据本身所具有的特点,一方面使得其相较于传统应收账款在资产证券化时具有一定的优势,另一方面由于其特点,也需要引入新的要求。

具体来说,鉴于供应链票据自身“票据”属性,除了常见于资产证券化项目中对基础资产的准入限制,供应链票据还需遵守《票据法》的相关规定,并且满足尚未贴现等条件。具体内容详见表1。

我们将从以下三个关键特征,分析《指引》与《通知》对于供应链票据资产的要求,及其在资产证券化业务展业时的优势。

电子化

从资产形式来看, 供应链票据需要在票交所供应链平台内完成签发、承兑、背书、贴现、到期处理等操作, 不同于传统的纸质票据, 供应链票据载体及全流程均电子化。依据资产上述特征, 与基础资产相关的主体接入、账户设置仅在票交所内线上完成, 无需进行线下纸质票据及纸质合同的物理转移。这种方式能够免去票据验真流程, 从而提高资产支持证券发行效率。《指引》中明确指出, SPV与SPV管理机构应申请加入票交所; 向SPV发起基础资产转移申请需通过供应链平台、基础资产还款金额的划付也需经由票交所。上述安排能够使得资产转移更透明, 资金流转路径更安全。

信息公开化

从系统功能上来看, 供应链票据采用新一代票据业务系统, 系统内可查找并呈现票据全生命周期业务流程, 信息公开透明。若承兑人未严格在票面记载的票据到期日内还款, 该负面信息会在短时间内传导至其他市场, 影响承兑人公开市场表现, 因此票交所的信息披露要求在很大程度上降低了承兑人违约意愿, 也将有助于资产支持证券本息的按期足额偿付。根据《通知》要求, 票交所需要提供供应链票据信息披露

服务; 承兑人已在票交所票据信息披露平台披露承兑信息, 并且披露的承兑信息与票面信息一致; 承兑人不存在持续逾期或延迟披露情况。

具备完善基础设施

从平台优势来看, 票交所+供应链平台的组合, 不仅继承了票交所的权威约束力和成熟的运营管理经验, 同时也融合了供应链平台在历史数据信息和平台用户资源方面的显著优势, 这有助于为供应链票据资产支持证券提供充足的优质基础资产。票交所作为人民银行指定的票据市场基础设施, 经过8年持续运营, 可为供应链票据信息披露、登记托管和清算结算提供全链条服务。供应链平台凭借其场景、科技和信息优势, 已积累了大量的供应链上下游客户资料, 有助于履行其在风控方面的审查职责。根据《通知》要求, 供应链平台需要对业务材料进行核查, 对企业身份、交易真实性进行核查, 以及配合其他参与方提供尽调所需信息。

四、交易结构

《指引》中的新要求使得资产证券化项目交易结构需要随之进行相应调整, 本文在基础资产的转让、发

表1 基础资产准入限制

一般应收账款类资产		供应链票据类资产
信息来源	《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》	《通知》
具体内容	第六条 本规则所称基础资产, 是指符合法律法规规定, 权属明确, 可以依法转让, 能够产生持续稳定、独立、可预测的现金流且可特定化的财产、财产权利或财产和财产权利的组合。形成基础资产的交易基础应当真实, 交易对价应当公允。第二十三条 基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制, 但能够通过相关合理安排解除基础资产的相关担保负担和其他权利限制的除外。基础资产附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制的, 应在注册发行文件中对该事项进行充分披露及风险提示, 并对解除该等担保负担或其他权利限制的安排作出相应说明	(九) 作为基础资产或底层资产的供应链票据应符合以下条件: 1.应为未贴现供应链票据; 2.依法合规取得, 权属明确、权利完整, 无附带质押等权利负担, 但能够通过相关合理安排解除权利负担的除外; 3.可依法转让, 无挂失止付、公示催告或被有关机关查封、冻结等限制票据权利的情形; 4.承兑人已依法进行承兑, 承兑合法有效; 承兑人已在票交所票据信息披露平台披露承兑信息, 并且披露的承兑信息与票面信息一致; 承兑人不存在持续逾期或延迟披露情况; 5.符合国家宏观调控和产业政策要求, 特别是关于防范化解地方债务风险的政策要求和隐债管理要求, 不涉及隐性债务、不会新增地方政府债务、不涉及虚假化解或新增地方政府隐性债务。 6.法律法规和相关自律规则规定的其他条件

起机构的选择、不同特征资产池的资产证券化模式选择以及提前赎回要点等方面整理了需要关注的供票资产交易结构设计。

基础资产的转让

本次《通知》对于供应链票据而言最大的变化就是供应链票据可以作为基础资产进行直接转让。在以往的电子商票作为底层资产的项目中,电子商票无法直接转让与SPV,一般需搭建中间结构进行间接转让,如以信托贷款或以保理债权作为中间媒介。在《通知》发布后,我国首单采用直接模式的供应链票据资产证券化产品—通汇数科2024年度第一期鲁高速-路桥集团供应链票据定向资产支持商业票据,已于2024年12月31日成功发行。

如果资产证券化项目采用直接转让的模式,SPV管理机构及SPV开展该业务应按指引要求申请加入票交所,并由SPV管理机构为SPV在票交所开立基础资产托管账户和资金账户。除此之外,供应链票据仍可以采取和已有电子商票资产证券化项目相同的间接转让方式(该模式下SPV和管理机构可以不加入票交所),但我们认为,采取直接转让方式进行供应链票据的资产证券化会有更多的优势:

1. 资产的转让更高效清晰

在间接转让模式下,由于需要搭建中间架构,无论是以信托贷款债权还是保理融资债权的方式,SPV都无法直接持有票据资产。在此情形下,票据资产成为基础资产的附属权益的一部分,因此当作为中间架构的基础资产出现法律瑕疵或者票据资产与基础资产的关联性出现问题时,都会对SPV的回款产生负面影响。此外,采用间接转让模式也会增加资产证券化项目作业过程中的复杂度和成本。

而在新指引下,由于SPV也直接接入票交所,因此可以实现发起机构直接通过供应链平台向SPV进行资产转移。在具体操作上,可以实现:发起机构在

资产转移申请发起后不得撤回;转移申请在基础资产到期前有效;资产支持证券发行成功后,SPV管理机构进行应答以实现基础资产真正转移,而发行不成功则退回应答,基础资产不发生转移等功能。上述功能使得供应链票据直接作为基础资产的转让流程更加快捷、透明,且在发行不成功时对发起机构的负面影响也大幅下降。

2. 基础资产的资金混同风险更小

在新指引的要求下,供应链票据作为基础资产到期产生的现金流,通过SPV在票交所开立的资金账户直接划付至SPV在资金保管行开立的账户。间接转让模式下,基础资产在回款路径上需要经过至少一家参与方账户,相较之下,直接转让模式大幅减少了由于参与方出现负面情形导致的资金混同风险,此外,由于回款路径的简化,基础资产回款中由于操作风险出现流动性风险的可能性也大幅降低。图1通过绘制账户流转的示意图,清晰地展现了上述两种转让模式下基础资产回款路径的差异。

发起机构的选择

结合上文,在新指引下,供应链票据的资产证券化发起机构主要分为三类:a. 直接发起,即持票人直接作为发起机构将其持有的供应链票据进行资产证券化,该类模式适合由大型核心企业主导的供应链平台;b. 代理发起,即持票人委托供应链平台作为发起机构代理人进行供应链票据资产证券化,该类模式适合不依托于特定核心企业,而以特定区域/行业内上下游企业进行供应链票据服务的平台;c. 由其他非供应链平台主体作为发起机构进行归集发起,并采用如前文所述的间接转让模式。

供应链模式与应收账款模式的选择

供应链票据资产证券化的主要资产来源为现有的32家供应链平台(截至2024年12月31日),而不同供应

链平台由于其运营模式差异,其平台上的承兑人集中度特征有所不同,其所组成资产池的差异适用于不同的资产证券化模式。

依托于核心企业的供应链平台,其平台上的供票承兑人一般为核心企业及其体系内子公司,该类平台的单一承兑人的承兑体量大,适合采用与核心企业供应链资产证券化产品相似的交易结构,该模式下优先级证券的级别取决于核心企业的信用等级。而展业逻辑并不依托于特定核心企业的供应链平台,由于其承兑人来源更为广泛,单一承兑人的承兑体量较小,因此更适合组成较高分散度的资产池,其交易结构与一般应收账款资产证券化产品相似度更高,该模式下资产池质量将对优先级证券分层产生重要影响。

ABN与ABCP模式的选择

根据供应链票据相关法规,目前供应链票据的最长期限不超过6个月,且为到期一次性回款;而资产证券化产品需要根据投资者的投资期限偏好以及发起人的融资期限需求综合得出适宜的产品期限。因此需要进行适宜的交易结构设计,使得资产证券化产品的券端期限能够与资产池中的供应链票据回款匹配,避免出现流动性风险。

资产证券化产品的证券端常见期限一般在1年及以上,长于供应链票据的最长期限,该种情形一般采用ABN的结构,设置循环期和摊还期。通过循环购买

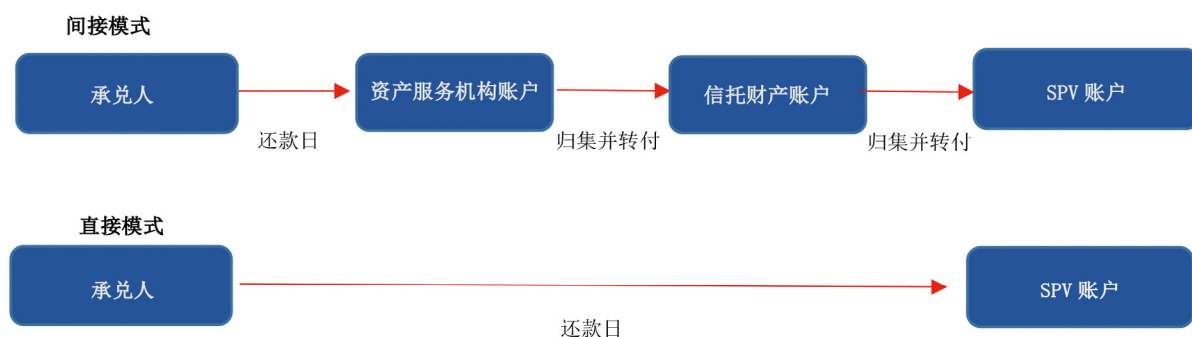
的模式,拉长资产池中供应链票据的回款周期,来匹配证券的本息兑付。循环购买需要关注新资产池和初始资产池质量的差异性,一般需要在合格标准中对循环购买后的资产特征进行约束(如承兑人集中度、承兑人影子级别等),以避免循环购买造成新资产池质量下降对优先级证券造成负面影响。

部分资产证券化产品会要求更短的证券端期限,如3个月,短于供应链票据的最长期限。在该情景下,证券端需要进行本金到期兑付的时点,资产池中可能有大量的供应链票据尚未达到付款时间。因此,可以通过ABCP结构,证券端的本金兑付主要依靠新一期产品的续发成功而募集到的资金,从而避免由证券端期限短于基础资产期限而产生的流动性风险。

提前赎回

本次指引中对于提前赎回做了特别的要求,基础资产提前赎回时,由SPV管理机构发起提前赎回申请,且申请发出后不得撤回,申请在发出当日有效。若发起机构同意赎回,则其对提前赎回申请进行同意应答,基础资产由SPV转移至发起机构,提前赎回对应的资金划付至SPV账户;若发起人拒绝应答,则不发生基础资产转移。此外,只有标注了“约定仅向承兑人及其保证人(如有)追索”的供应链票据,在其被提前赎回后,可由发起机构/SPV遵照票交所相关规定对承兑人/保证人(如有)进行追索,否则提前赎回后发起机构

图1 间接转让与直接转让基础资产回款路径对比





不得对该票据进行转让背书、质押、贴现操作。

上述提前赎回规则使得提前赎回操作更为规范透明，提前赎回资产及对应现金流的划转路径便捷清晰。更重要的是对于追索范围的标注及相应权限的规范，避免出现供票在被提前赎回并继续流转后，SPV被后手持票人追索的情况。因此在项目实操中，需要特别注意供应链票据上对于追索范围的标注，以免对SPV造成可能的负面影响。

五、披露要求

《通知》引入了针对供应链票据资产的特定信息披露规则，重点强调了鼓励对供应链票据核心要素开展逐笔披露。

供应链票据作为资产支持证券的风险抓手和实际还款来源，其能否按期足额承兑将关乎资产支持证券的到期偿付，因此《通知》的披露要求在银行间市场一般性标准外，额外增加供应链票据作为基础资产或底层资产的票据信息披露要求。这些要求的具体内容详细列明在《供应链票据资产支持证券信息披露表格》中，其中包括对承兑人、票据保证人

（如有）、供应链平台、票据市场基础设施等角色基本情况和相关风险的披露规定。

票据资产信息披露

鉴于供应链票据基础信息在票交所均有登记，且承兑人信用信息（如：承兑信息和逾期信息）在信息披露平台均全面公开披露，这使得《通知》中提到的鼓励供应链票据资产进行逐笔信息披露的可行性更强且数据获取也更加便利。

参与方信息披露

票交所也将很大程度上简化资产支持证券发起机构信息披露内容。由于在票交所系统中，所有参与票据流转的实体均已上传充分的企业信息。因此，《通知》提到，若发起机构是持票人，只需披露各持票企业的名称，无需额外提供企业的基本情况、财务指标等详细信息，这样有助于提升资产支持证券报送审批的效率。

六、总结

本次票交所与交易商协会联合发布的供应链票据资产证券化指引，进一步明确了供票的定义，规范了供票资产证券化的各项流程规范，使得发行人能够根据其所持供票的特点采用具有灵活性的交易结构进行资产证券化。

该指引的发布，首先，有助于扩大供应链票据未来的融资来源，可以进一步激励供票市场规模的增长；其次，有助于降低供票资产证券化的交易成本和交易风险，为投资者提供一种高透明度、标准化的新投资品种，从而扩大投资人的投资范围；再次，有利于降低供应链票据链条上融资人特别是中小企业的融资成本。本次供票资产证券化政策的出台，是金融服务实体经济的一次有效的创新，未来的发展前景可期。///

IDC企业资产证券化融资模式及特殊关注点简析

文 | 联合资信 魏诗博 刘玉婷

一、IDC业务运营模式

国内IDC机架总规模和市场收入稳步攀升，第三方IDC服务商占市场主导地位。

当前国内互联网数据中心（以下简称“IDC”）服务商主要向用户提供服务器存放租用、宽带接入租用、服务器托管、主机维护等基础服务以及数据同步和流量监控等增值类服务。根据中国信息通信研究院发布的《中国算力中心服务商分析（2024年）》和Wind统计数据，伴随国内互联网行业发展，国内IDC机架规模稳步增长，市场规模呈大幅增长趋势。2023年国内IDC机架总规模超过810万标准机架，市场收入约为1900亿元，近三年年均复合增长率为27.2%（见图1）。

IDC行业的主要参与者为基础电信运营商和第三方IDC服务商，其中基础电信运营商以中国电信、中国联通、中国移动为主；第三方IDC服务商则为万国数据、数据港、世纪互联、秦淮数据、润泽科技、奥飞数据等企业为主。根据中国信息通信研究院数据，2022年，



国内基础电信运营商总体市场份额约为48.32%，第三方IDC服务商总体市场份额约为51.86%，较2021年同期增长1.81%，市场份额首次超越基础电信运营商。

IDC业务模式分为批发型和零售型，大多数第三方IDC服务商采用批发型，依据机柜上电数量和单机柜租金计算托管费及增值服务收入。

由于用户规模和需求的不同，IDC托管及增值业务分为批发模式和零售模式。在批发模式下，第三方IDC服务商根据电信运营商或大型互联网企业提出的规划和运营服务要求对IDC进行建设，并提供全方位的运营管理，订单周期和合同期限均较长。零售模式主要面对的是中小型互联网公司和一般工商业公司等用户，第三方IDC服务商提供标准化的IDC托管增值服务，订单周期和合同期限相对较短。由于IDC业务前期资本投入较高，大多数第三方IDC服务商采用批发模式以维持较为稳定的现金流。从计费模式上来看，第三方IDC服务商以IDC托管增值业务为主，根据用户使用机柜上电数量按照单机柜租金收取服务器托管及增值服务费，零售模式下的单机柜租金稍高于批发模式。

图1 国内IDC市场机架规模和市场收入情况



资料来源:中国信息通信研究院, 联合资信整理

二、IDC资产证券化融资模式分析

在IDC项目建设阶段,无论企业是通过自有土地还是租赁土地进行机房建设¹,均需要在前期投入大量资金,资本开支较高。截至2023年底,前三大基础电信运营商(即中国移动、中国联通和中国电信)有息负债²占总资产比例仅为0%~1.09%,短期借款利率区间在0%~2.40%,长期借款利率区间在1.08%~3.40%,以政策性优惠贷款为主。总体来看,基础运营商基于其庞大的客户群体和预付制的话费收费模式以及上市主体的股权融资渠道,债权融资需求较低,有息负债规模很小且融资成本很低。笔者选取以万国数据、世纪互联、润泽科技等上市公司作为样本,分析第三方IDC服务商的债权融资情况。截至2023年底,第三方IDC服务商有息负债占总资产比例为17.79%~62.35%,融资成本在2.29%~5.17%,虽然第三方IDC服务商享有股权融资渠道,但考虑到当前定向增发节奏放缓、第三方IDC服务商收入结构与资本支出不匹配等因素,第三方IDC服务商仍需依赖债权融资。考虑到IDC业务的现金流以收取用户合同期内的托管及增值服务费用为主,其现金流较为稳定且具有可预测性,符合资产证券化产品基础资产的重要特征,本文将对第三方IDC服务商(即下文的“IDC企业”)的资产证券化融资模式及可行性进行探讨。

收费收益权模式

租赁土地使用权和厂房的IDC企业可采用收费收益权模式发行资产证券化产品。采用零售IDC业务的客户分散度更高,更适合作为收费收益权模式下的基础资产入池。

考虑到IDC业务前期资本开支较高,部分IDC企业

租赁土地使用权和厂房,自建机房以节省资本开支。在此情景下,IDC企业可将自身持有的因提供IDC服务而享有的收费收益权作为基础资产转让予计划管理人发行资产支持证券。优先级证券本息以期间IDC服务费为主要还款来源,可发行规模主要受产品存续期限内未来IDC服务费收入和优先级证券发行利率的影响。

2020年7月,北京云泰数通互联网科技有限公司(远洋资本有限公司的投资企业,以下简称“云泰数通”)于上海证券交易所成功发行“远洋-中金-云泰数通一号第1期IDC新型基础设施收益权资产支持专项计划”(以下简称“远洋IDC收费收益权ABS”),优先A类证券分为9档,发行总规模为10.50亿元,信用评级AAAsf,票面利率为3.50%~4.25%。优先B类证券发行规模为0.56亿元,无级别。远洋IDC收费收益权ABS项目的原始权益人为云泰数通,基础资产为云泰数通因经营马驹桥数据中心IDC业务而享有的特定期限内的IDC服务收费收益权。远洋资本有限公司及远洋控股集团(中国)有限公司对优先级证券期间本息及开放期本金赎回承担差额补足义务。

在上述收费收益权模式下,从基础资产收入可获得性的载体来看,需关注IDC服务商租赁物业的租约期限以及物业可被用作数据中心的特定要求是否得到满足。从基础资产的收入来源来看,零售型IDC项目的底层用户分散度更高,标准化同质化的服务使得用户换租周期更短。且零售型IDC项目托管及增值服务收入不会因为单一用户退租而产生剧烈波动,现金流稳定性较强,更符合监管对于现金流分散度的要求,更适合作为收费收益权模式下的基础资产入池。即便如此,虽然批发型IDC项目用户集中度高,但考虑到批发型IDC在机房建设阶段便为大型互联网公司在提供

¹ 此处未考虑纯提供运营服务的轻资产模式。

² 有息负债 = 长期借款 + 短期借款 + 一年内到期的非流动负债(不包括租赁负债) + 应付债券(不包括可交债)。

定制化服务, 用户更换成本较高、合同期间较长并能产生较为稳定的现金流, 在一定的交易设置下也可作为收费收益权类的基础资产入池。

但需注意的是, 收费收益权ABS的基础资产——IDC服务收费收益权的实现依赖于特定原始权益人/资产服务机构的持续运营, 虽然IDC业务的开展需要取得电信主管部门等政府部门的经营许可, 但考虑到IDC市场电信运营商在网络带宽及各种资源中的天然优势和IDC市场竞争格局, 以及未来租赁土地及厂房租金的不确定性和未来电费等主要成本的浮动, 第三方IDC服务商仍存在一定的持续运营风险。因此, 此类项目需要强主体提供增信, 在底层现金流不足以支付当期优先级证券本息的情况下提供支持。

CMBS模式

重资产运营的IDC企业可考虑采用发行CMBS盘活存量项目, 提高资产流动性。但需关注IDC项目的可转让限制、再融资条款限制以及市场化拍卖难度较大等因素对项目发行的负面影响。

购买土地使用权并自建厂房的IDC企业更适合发行CMBS项目。从CMBS的交易结构来看, IDC项目的产权人(项目公司)与原始权益人(通常为项目公司股东)构建标的债权, 并将IDC项目及其产生的运营净现金流设定抵质押, 原始权益人将标的债权连同附属的抵押权和质权转让予专项计划。在此结构下, IDC项目产生的净现金流通过偿还标的债权本息归集至专项计划, 专项计划对IDC项目享有抵押权。优先级证券利息的偿还主要依赖IDC项目净现金流, 本金的偿还主要依赖IDC项目净现金流、外部增信措施以及IDC项目的处置收入。优先级证券的发行规模主要受IDC项目估值、未来净现金流以及优先级证券发行利率影响。

截至本文发表, 尚未有IDC企业发行或申报CMBS项目。笔者认为可能有以下几个因素: (1) 多数IDC自建项目为合作开发项目, 用于抵质押融资或需要征得合作

方同意。第三方IDC服务商和运营商或大型互联网企业合作开发的IDC项目中, 出于对IDC机房运营稳定性考虑, 运营商或大型互联网公司可能会对IDC项目再融资有所限制。此类项目如用于发行CMBS项目, 需要取得合作方豁免相关再融资限制。(2) IDC项目或存在转让限制。IDC项目土地用途通常为工业用地, 工业用地一般不得分割转让, 如拟入池的IDC项目与其他非入池项目共用同一块土地, 则IDC项目或存在转让限制。如IDC项目所涉土地为划拨用地, 或需要获得当地相关政府部门的事前批准。如果按照当地政策需要补缴土地出让金的, 需要补缴土地出让金后, 才可以办理转让过户手续。如IDC项目为开发区和产业园区用地, 同样涉及园区管理机构或产业主管部门事前审批和补缴土地出让金事宜。(3) IDC项目的市场化处置存在一定难度。由于IDC项目运营需要取得电信部门的各项特许经营许可, 因此IDC项目市场化处置的潜在买家被圈定在同一行业中的各家企业。此外, 伴随技术不断更新迭代, 市场化处置的IDC项目的各项技术指标或将无法满足未来企业用户需求, 对老旧机房进行重新改造的成本巨大。

类REITs模式

类REITs模式通过持有项目公司股权进而拥有IDC项目的所有权, 所有权在处置上优于抵押权的天然属性使得类REITs较CMBS可获得更优的发行利率和规模。但由于对民营企业主体资质的限制以及相适应的交易结构设置, 通常无法改善其融资杠杆, 且受到公募REITs和私募REITs的挤压。

购买土地使用权并自建厂房的IDC企业, 也可以通过让渡项目公司股权发行类REITs的模式进行融资。相较于CMBS, 专项计划实际拥有项目公司土地及其建筑物的所有权, 因此剔除产权瑕疵的原因, 处置资产在法律层面上更为便捷, 故资产价值对于优先级证券的保障作用更强, 所以可以获得更大的发行规模和更低的发行成本。

但截至本文发表, 尚未有IDC企业发行或申报类REITs项目。除了以上CMBS所述的受限原因, 即可能遇到的关于可转让限制、合作方的意愿等无法构建类REITs外, 笔者下文将要分析到的公募REITs和持有型不动产(私募REITs)对类REITs模式也产生了一定的挤压。此外, 在以民营第三方IDC为主要融资主体的格局下, 绝大多数类REITs仍需要增信主体提供几乎无风险敞口的增信保障, 因此可能较难实现调节财务报表的功能, 且对民营主体资质的要求亦较高, 使得类REITs融资可能无法成为民营主体的选择。当然, 对于尚未达到公募发行条件的IDC项目, 也可先选择类REITs作为过渡产品进行融资³。

公募REITs模式

公募REITs的非固定收益产品属性与IDC企业运营模式较为匹配, 同时为原始股东和投资者提供了更为多元化的选择。

自2020年数据中心被列为新型基础设施类别纳入公募REITs范畴以来, 对于无产权瑕疵、可实现转让项目公司股权的自持IDC项目而言, 公募REITs被认为是IDC企业的首选ABS融资途径。第一, IDC行业具有重资产特性, IDC产业的传统扩张或“跨界”方式以收购为主, 资金需求量大, 财务报表中固定资产占比很高, 毛利率高但净利率低, 以往较强地依赖于债权或股权融资(可转债、超短融、非公开发行等)。但债券融资中, 债券存续期限和IDC资本回收周期匹配度不高。拥有股权属性的非纯固定收益产品公募REITs可在不影响日常经营的前提下(不影响核心的机柜托管、增值服务等), 将IDC底层的不动产变现并用于再投资实现高效扩张。从实际投资的项目情况来看, IDC项目投资收益率较高, 内部收益率基本能达到10%以

上, 通常为15%以上, 且优质发行人的运营团队和运营能力均很高, 能达到发行公募REITs的标准。第二, 发行公募REITs有助于盘活资产, 能使IDC企业实现轻资产运营, 调节财务报表改善资产负债率, 降低运营风险; 第三, 相较直接交易(即被并购)、IPO的项目退出方式而言, 虽然直接交易最简单最快速(目前市场上大多以该方式进行交易), 但该方式溢价率最低。如果是优质资产, IPO和发行公募REITs则是更好的选择。而公募REITs较IPO发行的条件宽松很多, 比如公募REITs的底层资产要求的周期较短(一般3年, 企业IPO至少需要5年左右)、发行公募REITs在资产或股权转让阶段就能实现股东大部分资金退出(最高原始股东可以退出80%的项目资金), 并且退出的资金使用限制较少等。第四, 公募REITs基金管理人对于基础资产的运营管理参与度较高, 不仅负责监督基础资产的运营情况、归集分配现金流、信息披露等工作, 也对基础资产的运营管理负主要责任。这种主动管理模式以及公募REITs对回报率的追求有助于提升底层资产整体的盈利能力。第五, 从投资者角度来讲, 新兴基础设施不仅具有地产属性, 还有很强的科技属性, 这将使得这些新基建项目估值会高于传统基建项目, 同时以这些资产为基础发行的公募REITs还具有较高的成长性, 可能带来较高的资本增值。因此公募REITs产品的融资期限长、产品标准化、融资成本低、资金来源较稳定等优势, 能够为IDC项目在整体出售、金融机构融资替换等传统项目退出方式之外提供全新的差异化、个性化、高可靠性的项目退出方案, 亦为投资者提供了具有高收益风险比、组合分散化、良好流动性的长期投资工具。

截至本文发表, 共有2家IDC企业曾准备公募REITs申报。光环新网2020年11月公告, 以中金云网

³ 可参考债券杂志总第145期《类REITs培育至公募REITs要点分析——以消费基础设施为例》(ISSN 2095-3585)。

数据中心作为底层资产，进行公募REITs申报，募集规模拟定57亿元。中金云网数据中心项目位于北京经济技术开发区，设计机柜数合计约1.2万个，主要收入来源为数据中心外包服务费收入，主要客户类型为金融机构、互联网及科技企业、政府机构、国有企业和外资企业等，主要客户包括国有及股份制大中型银行、地方商业银行、保险公司、基金资管公司等。润泽科技在2024年4月18日的公告中披露，拟以国际信息云聚核港（ICFZ）项目-数据中心A18建设项目及其附属设施设备作为底层资产，开展基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点申报工作。但自公告后，两个项目未有后续进展信息。

持有型不动产ABS（私募REITs）模式

持有型不动产ABS审核标准相对较低，给民营IDC企业融资提供了较好的融资途径。

公募REITs虽然有如上优势，但自推出以来，不难发现其在审批标准、信息披露等方面要求较严格，审核流程耗时亦较长。为了匹配多样化的企业需求，建立多层次的REITs市场，私募REITs产品自2023年12月开始出现在金融市场。其作为公募REITs和Pre-REITs的中间态，具有权益属性私募性质，其审核与发行门槛相对低、可应用底层资产和发行人的范围更广，同时能适配多元化的运营管理模式需求⁴，不失为有较高融资需求的第三方民营IDC企业的较好融资途径。事实上，在目前仅申报的6单私募REITs产品之中，有1单数据中心私募REITs[万国数据2024年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划（以下简称“万国数据私募REITs”）]。根据公开资料，上交所已于2024年7月18日受理万国数据私募REITs，并于2024年11月28日进行了反馈。

三、IDC业务资质、涉及特殊法律法规的论述

IDC作为新基建中数字地产的重要环节，重资产属性明显，但与商业地产有一定不同。下文以商业地产为参考基准，以公募REITs标准作为切入点，主要阐述IDC资产证券化在建设和运营的合规性和资产可转让性方面涉及的特殊法律法规关注点。

项目建设和运营合规性

（1）节能审查：在规划、用地、能评、环评、施工许可证书或批复文件环节中，由于IDC项目具有高能耗的特点，节能评估与审查手续与立项批复、开工建设、竣工验收、投产使用密切相关。IDC项目节能监管的核心指标为电能利用效率（即PUE），PUE值越接近1，表明电能利用效率越高。根据国家工信部等三部委于2019年初发布的《加强绿色数据中心建设的指导意见》，新建的大型、超大型IDC项目的PUE值应在1.4以下。各地区发改委和工信部门对PUE值的要求不尽相同且逐渐趋严，IDC项目在入池时应充分考虑各地区对PUE值要求，并在交易机构中充分预留节能减排的资本化支出。

（2）机房评测：根据工信部《IDC/ISP业务申请常见问题解答》，承担IDC业务的系统和机房须在开始运营之前通过工信部指定评测机构的技术评测，否则构成违规经营。虽然在2019年后机房评测不再作为IDC牌照的前置条件，但根据工信部《关于清理规范互联网网络接入服务市场的通知》（工信部信管函〔2017〕32号），未进行机房评测便开展运营的IDC项目属于违规运营。

（3）经营许可：根据工信部发布的《电信业务分类目录（2015年版）》，IDC业务属于增值电信业务，应当

⁴ 可参考联合资信发布的《【专项研究】我国REITs产品现状盘点及关于不动产私募REITs评级思路的探讨》。

依法取得与业务相匹配的增值电信业务经营许可证（包含B11互联网那个数据中心业务和B14互联网接入服务业务）。如拟入池的IDC项目涉及跨省业务，应取得跨地区IDC牌照。

(4) 所属行业特殊要求:下游客户为金融机构时, 还需要遵守银保监会等金融主管部门关于数据外包服务商关于机房产权或使用权(应自持或租期不低于5年的机房)、设备与数据等各方面安全性、关于运维服务转包及分包的限制等特殊要求。

IDC项目和项目公司可转让性

IDC项目经营主体变更需向有关部门申请或单独申请IDC经营许可。

根据《电信业务经营许可管理办法》，电信业务经营者或者其授权经营电信业务的公司，因合并或者分立、股东变化等导致经营主体需要变更的，需要向原电信业务经营许可证颁发机关提出申请。IDC企业采用类REITs、公募REITs和持有型不动产ABS方式融资，项目公司股权转让至专项计划，发生项目公司股东变更情形，则需要IDC企业提出经营主体变更申请。如在构建交易结构过程中，涉及IDC项目资产剥离至新设项目公司的情况，则需要项目公司单独申请IDC业务经营许可，项目公司母公司无法通过协议安排或关联关系将增值电信业务经营的许可进行转让或授权⁵。

四、IDC项目运营较商业地产的特殊关注点

IDC项目的特殊性使其在地理位置、成本构成、需求导向等方面较商业地产存在较大差异，进而影响其项目收益率的各种因素亦不尽相同。

1. 选址差异: IDC选址除受市场导向型外，还受资源禀赋影响，需考虑优惠政策、气候、电力、网络资源和能耗政策等，目前以环一线城市或偏远地区为主。

(1) IDC大量使用服务器等IT设备，核心半导体器件发热量巨大，制冷和电力接入是机柜运行的重要因素，因此IDC企业选址需分析所在地的气候条件以便选择最合适的制冷措施以实现更低的PUE目标。此时电力供给充足稳定、年均温低、水电资源丰富(冷却/发电用)的地区是选址的重要因素(资源导向型)，比如内蒙、山西、贵州等地。

(2) 不同下游业务对信号传输和网络跳转时延的要求不同(市场导向型)，因此选址时需要考虑与骨干网节点的物理距离。如下游客户为一线城市的企业，聚集了时延性要求较高的金融结算、交易、人脸识别等业务，客户付费能力强且业务可持续，IDC企业愿以高溢价锁定一线稀缺资源；对于时延需求不特别高的业务，可通过技术手段部分缓解时延影响，环一线城市成为一线替代，比如北京周围的廊坊，固安以及上海的苏州，南通等；对时延要求不敏感的机房，考虑成本、优惠政策等因素多选择偏远地区，如乌兰察布。对灾备需求的数据中心，则要综合考虑自然地理条件、人才资源、配套设施、成本和政策等因素。

(3) 一线城市对新建IDC项目进行了不同程度的指标管制和能耗管制且政策日益趋严，导致IDC的建设需求向外扩散。

(4) 中国多地出台支持大数据产业发展的政策，采取税收、补贴等优惠，形成了比如贵安、张家口、大同、廊坊等IDC产业集聚区。

2. 成本差异: 固定资产与建设成本构成不同。

商业地产一般选址市中心核心地段，土地成本占比高；IDC项目建设在郊区、环一线城市甚至是偏远地

⁵ 引用自北京大成（上海）律师事务所《千亿资金涌入，IDC 淘金热下的合规 8 问》。

区, 土建成本占比相对较低(15~30%), 机电设备成本占比高, 但IDC设备的使用寿命一般仅为3~5年且贬值较快, 同时考虑到设备更新换代的资本投入, IDC项目在处置时估值波动可能较大。

3. 定制化差异: 针对不同需求以及技术的刚性迭代, IDC通常为定制化。

IDC用于存放客户服务器, 服务器的更新速度(3~5年)快于IDC的更新速度(10年以上), 不同行业、业务的客户选用服务器类型具有较大差异, 同时考虑换代周期, IDC下游在承重、层高、功率等参数甚至结构布局、建设方式上都存在大量定制化需求。相比之下商业地产的定制化需求很少, 基本是按照大众化的需求设计建造。故IDC项目在处置时受众群体受限。

4. 收益率影响因素差异: 地理位置、租约模式、增值服务、定制化程度、用户需求和资本支出等均影响IDC项目的收益率。

(1) 现金流入

上架爬坡期及稳定上架率

对于拟发行公募REITs的IDC企业, 其持有的应是已运行三年的成熟项目, 正常情况下, 已渡过了上架爬坡期进入了稳定运营期。而对于拟发行私募REITs的IDC企业而言, 可能正处于爬坡阶段, 爬坡周期的影响因素和上架率的影响因素类似。

上架率取决于很多因素, 其中最主要的是地理位置, 地理位置的选取又和客户需求相关。目前除了云计算服务商定制的数据中心上架率能够达到100%以外, 以万国数据为例, 截至2024年6月底, 万国数据位于京津冀、长三角地区和大湾区的IDC项目的上架率分别为68.6%、77.6%和76.3%, 显著高于川渝地区的IDC项目上架率(57.1%)。那么, 在一线城市指标控制和能耗控制的政策下, 新建IDC审批非常严格, 原有IDC企业将保持并提升对于一线城市及周边区域的机柜服务话语权; 但其他区域随着新建数据中心的增多, 客户的选择性增多可能会伴随上架率的下降。当然, 业务模式也是影响上架率的主要因素。批发型IDC企业通常是定制

化项目, 其租约期较长(一般为10年及以上)加上客户服务器转换和迁移成本较高, 客户流失率较低, 上架率通常较为稳定。零售型IDC企业租约较短, 其换租意愿与搬迁成本、IDC运营商的服务质量等有关, 需具体结合IDC企业主体资质、零售用户规模和其业务类型等因素分析。以世纪互联为例, 截至2024年6月底, 世纪互联批发型IDC项目的上架率为75.9%, 零售型IDC项目上架率为63.7%。

单机柜月租金水平

不同的租约模式意味着定价水平、用户粘性和租金稳定性会有所不同。从REITs角度来看, 可按照资产控制力的不同将业务模式进一步细化。对于Triple Net租赁, 租户支付租金、负责设施管理及所有与物业有关的支出; Double Net租赁下, 租户支付租金、负责设施管理以及支付与物业有关的支出中的至少一项(与物业有关的支出包括日常维护支出、保险、机电设备更新换代等); 这两种租赁模式下, 通常具有较低的运营要求, 大部分与物业相关的费用由客户承担, 因此租金水平较低。Powered, Core&Shell租赁相当于在Triple Net/ Double Net的基础上, 新增了由IDC提供机电设备的电力资源。对于Wholesale Colocation(批发托管)和Retail Colocation(零售托管), 除了提供前期开发、机房租赁、电力资源外, 还额外提供服务器和其他关键任务IT设备的托管服务及其他增值服务, 同时需要更高级别的服务水平以满足客户特殊需求, 例如确保数据中心的湿度和温度处于指定级别、断电频率与恢复时长、灾备需求等, 虽然产生的费用由IDC项目承担, 但租金、服务费要远高于前三类。其中, 批发托管由于租期较长, 租金水平稳定且可预测; 零售托管租期相对较短、租金、服务费以及调整频率亦相对较高, 稳定性主要取决于IDC企业的服务水平和零售用户的支付能力。

用户集中度

IDC企业以批发型业务模式为主, 但批发型业务的现金流来源比较集中, 可能与公募REITs要求的现金流

流来源分散有所违背,需注意此种业务模式的IDC企业可能更适合选择类REITs或私募REITs。

增值服务

第三方IDC服务商和运营商IDC定位有所差异,运营商IDC由于拥有强大的资本实力,有能力进行超大型数据中心的建设,同时运营商IDC可直连自身的骨干网,无须支付相关的带宽成本,对价格敏感的客户具有吸引力,但运营商IDC目前主要以宽带租赁和服务器托管服务为主,服务内容单一。在这种竞争格局下,第三方IDC服务商聚焦于高端市场需求,机制灵活,可以为客户提供定制化服务以及增值服务。从上市龙头的第三方IDC财务报表来看,附加服务收入近年来快速增长,未来随着托管业务的逐步成熟及饱和,通过毛利率较高的增值服务形成的差异化将会有力增强用户粘性,提升盈利水平。

(2) 现金流出

运营成本:用电成本是IDC企业运营成本的重要组成部分。

IDC企业的固定成本主要是土地租金或摊销、建筑物、机器设备的折旧,以及人员的薪酬支出;可变成本主要是带宽成本、电费以及维修费用。固定成本中如前所述,机器设备的折旧占比相对较大;可变成本中,电费作为数据中心运营收入与成本的重要组成部分,在很大程度上影响了项目的收益情况。通常电费可占运营成本的40~60%,其与项目位置的电单价、项目能源转换效率(PUE)、机柜上架率有直接关系,在单位电单价固定的前提下,根据IDC企业运营能力的差异,通常节能水平越高,总体项目用电量和电费也就越低。

持续的资本性支出:IDC项目因行业特征需要考虑更新频率较高的资本性支出。

伴随着IDC项目运营时间的推移,IDC项目也面临核心部件的汰换。IDC需要汰换的部件主要是服务器、硬盘和UPS不间断电池组,均为IDC核心部件。虽然上述部件的使用寿命均为10年以上,但IDC高强度的运行

环境将其汰换周期均缩短至3~5年。同时,为满足日益趋严的PUE值要求,IDC项目在进入成熟运营期后,需定期对核心部件进行汰换。通常来看,服务器、存储和电力制冷设备分别占IDC项目资本支出的40%、12%和24%⁶。因此,需要考虑IDC项目在后续运营期间需持续投入的资本支出。

5. 估值及处置价值:IDC项目的估值影响因素较商业地产更为复杂,并且由于技术更新的后续投入以及受让方的范围也使得处置价值和处置周期具有较大不确定性。

IDC的估值定价涉及到很多方面,其中最影响估值的四大因素是:地理位置、能耗评估、电力网络和客户资源。对IDC资产进行估值判断是一个相对复杂的问题,评估团队既需要掌握设备、网络、软件相关IT专业知识,又需要了解边缘计算、5G、芯片,甚至还要知道水电安装相关知识。因此,挑选IDC的优质资产并进行合理估值是IDC行业普遍的难题。

此外,IDC项目的处置价值也将随时间推移变化较大,一方面,尽管服务器、交换机、不间断电源(UPS)、变压器等IDC设备价格昂贵,但这些设备的使用寿命一般仅为3-5年且贬值较快;另一方面,随着能耗、技术指标等要求的提升,原有建设标准、设备参数可能不再适用,加上期间更新换代的大额资本支出具有不确定性使价值波动会比较大;最后,IDC处置的受让方范围有所局限,也进一步加大了处置价值和处置回收周期的不确定性。

五、结语

IDC企业属重资产行业,融资需求较高的IDC企业可根据自身项目情况选择适合的资产证券化融资途径,在融资时IDC企业、投资者以及相关中介需重点关注其与商业地产不同的资产特点,以便能够更高效的融资、更高收益的投资以及更专业地服务客户。///

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年12月—2025年1月，债券市场¹无新增违约²主体。另有重复违约³主体3家，共涉及到期违约债券5期，到期违约规模合计约19.86亿元。

截至1月31日，2025年我国债券市场无新增违约主体。重复违约主体2家，较上年同期（2家）持平，涉及到期违约债券2期，到期违约规模约2.06亿元，均较上年同期（4期和5.52亿元）有所减少（见表1）。

人主体级别发生上调，3家发行人主体级别发生下调。2家发行人主体展望发生下调，无发行人主体展望发生上调。

截至1月31日，2025年我国债券市场有3家发行人主体级别发生上调，较上年同期（2家）有所增加，有3家发行人主体级别发生下调，较上年同期（1家）有所增加。有1家发行人主体展望发生下调，较上年同期（0家）有所减增加，无发行人主体展望发生上调（见表2）。 

二、信用等级调整⁴情况

2024年12月—2025年1月，债券市场有15家发行

表1 2022年—2025年1月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2022年			2023年			2024年			2025年1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	13	56	322.36	8	27	179.97	14	23	187.80	0	0	0
重复违约	10	24	173.26	12	30	115.61	12	37	252.86	2	2	2.06

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 2022年—2025年1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			
	2022年	2023年	2024年	2025年1月	2022年	2023年	2024年	2025年1月
调升数量（家）	25	86	55	3	6	7	2	0
调降数量（家）	86	37	60	3	25	26	10	1

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

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。
³ 重复违约是指发行人在 2023 年（含）之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

鸿达兴业股份有限公司

一、主体概况

鸿达兴业股份有限公司（以下简称“鸿达兴业”或“公司”）前身为江苏琼花高科技股份有限公司，2004年在深交所上市发行股票（股票代码：002002.SZ），2011年完成借壳后成为鸿达兴业集团有限公司（简称“鸿达兴业集团”）下属的上市子公司并更为现名。鸿达兴业主要从事聚氯乙烯、烧碱等化工产品的生产和贸易业务。截至2024年6月末，公司第一大股东为广州农村商业银行股份有限公司，实控人为周奕丰。

公司前期激进扩张积累高额债务，在股东鸿达兴

业集团违约事件影响下，公司融资渠道受限，叠加主要子公司进入破产程序，主业现金回笼能力弱化，公司流动性枯竭。2024年6月7日，未能按时兑付“鸿达退债”回售本息，构成实质性违约。

三、违约原因分析

激进扩张积累高额债务，短期偿债压力大

鸿达兴业于2011年借壳上市后，通过收购等方式

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
鸿达退债	20191216	20251216	20240627	1.83	--	AA/AA/稳定	可转债	上海新世纪	本息违约

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

二、违约历程回顾

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2019-05-28	由于2018年业绩预告中披露的净利润与实际净利润差异较大，且公司未能及时、准确地履行相关信息披露义务，公司被深交所下发监管函
2020-04-28	公司披露2019年年报，营业总收入53.00亿元，同比减少12.33%；利润总额7.44亿元，同比减少1.30%；资产总计168.08亿元，同比增长18.85%；负债合计94.83亿元，同比增加18.57%
2020-12-14	控股股东鸿达兴业集团所发超短融“20鸿达兴业SCP001”发生违约
2021-01-22	由于公司部分银行借款由鸿达兴业集团提供担保或作为共同担保人之一，鸿达兴业集团流动性的风险，对公司的信用质量及外部融资产生了一定不利影响，另外，公司下属子公司部分借款被金融机构下调五级分类。上海新世纪将公司主体和债项信用等级由AA调降至BB，并将主体和债项列入评级观察名单
2021-03-30	公司披露2020年年报，营业总收入53.94亿元，同比增长1.78%；利润总额10.25亿元，同比增长37.86%；资产总计179.07亿元，同比增长6.54%；负债合计103.94亿元，同比增加9.60%
2021-05-28	考虑到鸿达兴业流动性紧张、已出现借款逾期、再融资难度大、控股股东所持公司股权被司法冻结等因素，上海新世纪将公司主体和债项信用等级由BB调降至B，评级展望调整为负面

2022-03-31	控股股东鸿达兴业集团所持公司股份累计被冻结的数量为353239156股，占其持股比例接近100%；第二大股东成禧公司所持公司全部175505415股股份处于被司法冻结状态
2022-06-17	考虑到鸿达兴业资金链紧张、大量借款逾期、再融资难度极大、面临大量法律诉讼、控股股东流动性风险暴露、所持公司股权被司法冻结等因素，上海新世纪将公司主体和债项信用等级由B调降至CCC，评级展望调整为负面
2023-01-05	公司公告，控股股东鸿达兴业集团向法院申请破产清算
2023-01-20	根据广州农商行出具的《详式权益变动报告书》，广州农商行通过执行法院裁定方式累计增持公司股份340918020股，持股比例增加10.9197%，成为公司第一大股东
2023-06-28	考虑到鸿达兴业资金链紧张、大量借款逾期、再融资难度极大、面临大量法律诉讼、控股股东因债务违约进入破产清算程序、所持公司股权被司法冻结等因素，上海新世纪将公司主体和债项信用等级由CCC调降至CC，评级展望调整为负面
2023-09-23	公司收到证监会下发的《立案告知书》，证监会对公司涉嫌信息披露违法违规行为开始立案调查
2023-09-28	公司子公司乌海化工被法院裁定受理破产重整
2023-10-11	公司股票被实施“其他风险警示”，股票简称变更为“ST鸿达”
2023-12-15	公司实控人周奕丰因涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案调查
2024-03-18	公司股票连续二十个交易日的每日收盘价均低于股票面值（1元），退市
2024-06-28	上海新世纪将公司主体和债项信用等级由CC调降至C

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源：联合资信COS系统

进军多项业务。2013—2020年间，公司先后收购乌海化工、西部环保、新达茂稀土、广东塑料交易所、中泰化学、蒙华海电部分或全部股权，涉足氢能源、新材料、大环保等新兴领域。公司通过并购和扩张积累了巨额债务，且债务主要以流动负债为主，债务结构不合理，短期偿债压力巨大。截至2022年末，流动负债占总负债比重为95.28%，其中短期借款53.87亿元，而货币资金仅有0.45亿元，公司存在巨大短期偿债风险。

主营业务经营状况不佳，应收账款高企严重侵蚀公司现金流

鸿达兴业的主营业务为氯碱化工，其业务收入占总营业收入比重长期达70%以上。受行业周期性影响，市场需求疲软，PVC产品价格下跌，导致公司收入和利润大幅下滑。2022年，公司实现营收48.22亿元，同比大幅下降26.07%。其中氯碱业务收入为34.15亿元，同比下降29.12%，主要系PVC价格下跌和产量下滑所致。2023年上半年，鸿达兴业实现归母净利润-4.80亿元，首次出

现亏损。此外，受公司“先货后款”销售策略影响，应收账款规模持续增长，2022年，公司应收账款周转率仅为1.69，主业现金回笼能力进一步弱化。此外，公司主要子公司和生产主体乌海化工、中谷矿业均已进入破产重整或破产清算程序，进一步影响了公司的整体经营能力和偿债能力。

受股东债券违约影响，公司融资渠道受限

2020年12月，受控股股东鸿达兴业集团债务违约影响，公司外部融资断裂、自身流动性紧张导致银行借款、融资租赁等全面逾期。鸿达兴业融资渠道中断，2023年前三季度公司筹资性现金流净额持续净流出，再融资压力很大。截至2023年6月末，鸿达兴业已逾期未偿还的短期借款总额为47.8亿元。公司因股价连续低于面值，于2024年3月从深交所退市，公司的信用资质进一步下降，融资难度增加，偿债能力进一步削弱。最终，因股价持续下跌多次触发“鸿达转债”回售条款，但资金不足无法兑付回售本息导致违约。■



表3 主要财务指标

财务指标	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年6月
资产总额 (亿元)	141.42	168.08	179.07	178.75	187.87	186.37
所有者权益 (亿元)	61.44	73.25	75.13	100.28	103.22	98.41
长期债务 (亿元)	7.98	20.13	32.06	2.95	2.91	2.91
全部债务 (亿元)	44.43	57.14	66.04	53.61	56.77	57.86
营业收入 (亿元)	60.45	53.00	53.94	65.23	48.22	19.49
利润总额 (亿元)	7.54	7.44	10.25	9.96	3.40	-5.46
EBITDA (亿元)	14.93	14.52	17.86	18.49	11.09	--
经营性净现金流 (亿元)	14.30	4.56	6.37	-2.12	-0.45	0.00
营业利润率 (%)	31.01	33.49	32.71	29.26	28.01	-6.02
净资产收益率 (%)	9.96	8.60	10.92	8.53	2.79	--
资产负债率 (%)	56.55	56.42	58.04	43.90	45.06	47.20
全部债务资本化比率 (%)	41.96	43.82	46.78	34.84	35.49	37.03
流动比率 (%)	73.38	108.24	77.77	68.85	73.88	70.71
全部债务/EBITDA (倍)	2.98	3.94	3.70	2.90	5.12	--
EBITDA利息倍数 (倍)	4.30	4.48	6.03	4.47	3.52	--
经营现金流动负债比 (%)	21.29	6.52	9.40	-2.84	-0.56	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

中办、国办：到2030年建成一批高水平韧性城市——统筹推进新型城市基础设施建设

2024年12月30日，为深化城市安全韧性提升行动，推进数字化、网络化、智能化新型城市基础设施建设，打造承受适应能力强、恢复速度快的韧性城市，增强城市风险防控和治理能力，中办、国办近日发布《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，提出通过地方政府专项债券支持符合条件的新型城市基础设施建设项目，鼓励通过以奖代补等方式强化政策引导。鼓励金融机构以市场化方式增加中长期信贷投放，支持符合条件的项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。（摘自经济日报，2024年12月30日）

国办：优化完善地方政府专项债券管理机制

2024年12月25日，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，旨在更好发挥专项债券强基础、补短板、

惠民生、扩投资等积极作用，提出7方面17项举措。一是扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围；二是完善专项债券项目预算平衡；三是优化专项债券项目审核和管理机制；四是加快专项债券发行使用；五是强化专项债券全流程管理；六是加强专项债券监督问责；七是强化保障措施。有利于加速资金到位速度，更快推动项目落地，促进地方经济的高质量发展。资金的高效流转也将提升财政资源的使用效益，使得各类项目建设能更加顺利地进行。（摘自经济日报，2024年12月25日）

六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》

2025年1月22日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。此次方案突出问题导向和目标导向，采取多种措施推动中长期资本投资中国资本市场，将为居民投资、企业融资提供安全可靠的资本市场。

方案主要举措包括五个方面，集中回答了未来一段时间中国的保险资金、养老资金等中长期资金的投资运行模式应该走什么道路，以新的考核标准来推动投资主体提高风险偏好水平，从而实现资本市场的长期健康发展。（摘自证监会网站，2025年1月22日）

沪深北交易所修订发布专项品种公司债券指引

12月27日，沪深北交易所分别发布了公司债券专项品种指引，优化了专项品种公司债券发行主体范围、募集资金用途和信息披露要求等，将进一步提升公司债券精准支持科技创新、绿色发展、乡村振兴、中小微企业发展等重点领域的能力，增强资本市场服务国家战略和实体经济质效。本次修订是落实国家战略、服务实体经济的重要举措，有利于更好引导资金流向国家战略重点领域，服务好科技创新、绿色发展等产业企业。（摘自证券时报，2024年12月27日）

市场动向 Market Trends

全国首单由银行创设信用保护凭证的非公开公司债券发行

2024年12月25日, 泸州发展融资租赁有限公司2024年面向专业投资者非公开发行公司债券(第一期)发行。此次债券发行规模为2.5亿元(信用保护凭证创设规模为2.3亿元), 期限为3+2年, 发行利率为3.5%, 是全国首单由银行创设信用保护凭证的非公开公司债券(CDS)。“公司债券+银行信用保护凭证”这一创新综合融资工具的落地, 为公司债券与信用保护

凭证的结合发行探索了新的路径。

(摘自新浪财经, 2024年12月26日)

全市场首单新能源及智能化发展高成长产业科技创新公司债券发行

2025年1月16日, 东风汽车集团股份有限公司发行全市场首单新能源及智能化发展高成长产业科技创新公司债券“25东风K1”, 发行规模16亿元, 发行期限3年期, 票面利率为1.7%, 全场倍数4.0倍, 获得踊跃认购。该品种旨

在重点支持和服务具备业务稳健增长、市场竞争优势突出、发展前景良好、具备科技创新能力、拥有核心技术等特征的实体企业, 具有投资者保护增强、信息披露增强、二级市场流动性提升等配套制度安排。同时, 债券募集资金结合本次创新贴标要求, 聚焦企业主责主业及跃迁向新战略目标, 推动产业高端化、智能化、绿色化发展, 强化关键核心技术自主掌控, 提升核心竞争力。(摘自中证网, 2025年1月17日)





1年期短融、3年期公司债券、5年期中票发行利率走势

2024年12月至2025年1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77071.00亿元，逆回购到期65668.00亿元，实现净投放11403.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作5000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）24450.00亿元，实现净回笼19450.00亿元。在此背景下，2025年1月，1年期短融的平均发行利率（2.11%）较2024年12月（1.97%）有所上升，3年期公司债、5年期中票的平均发行利率（2.06%、2.40%）均较2024年12月（2.17%、2.46%）有所下降。

表1 2024年12月—2025年1月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2024年12月	2025年1月	2024年12月	2025年1月	2024年12月	2025年1月
AAA	1.92	2.03	2.06	1.90	2.18	2.19
AA+	2.00	2.13	2.48	2.72	2.78	2.57
AA	2.08	2.18	--	2.49	2.57	2.79
平均发行利率	1.97	2.11	2.17	2.06	2.46	2.40

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

2024年12月至2025年1月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈先降后升态势。2025年1月, AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.03%、2.13%和2.18%)均较2024年12月(1.92%、2.00%和2.08%)有所上升。

2024年12月至2025年1月, 交易所国债3年期到期收益率呈先降后升态势。2025年1月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率(1.90%)较2024年12月(2.06%)有所下降, AA+级公司债的平均发行利率(2.72%)较2024年12月(2.48%)有所上升。

2024年12月至2025年1月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈波动下降态势。2025年1月, 5年期AAA级和AA级中期票据的平均发行利率(2.19%、2.79%)均较2024年12月(2.18%、2.57%)有所上升, AA+级中期票据的平均发行利率(2.57%)较2024年12月(2.78%)有所下降。■



图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

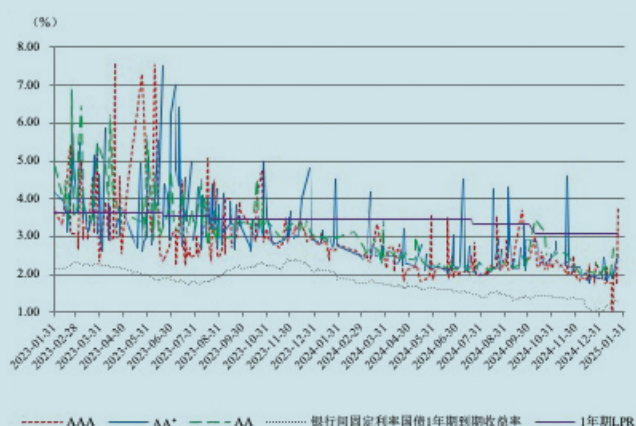


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

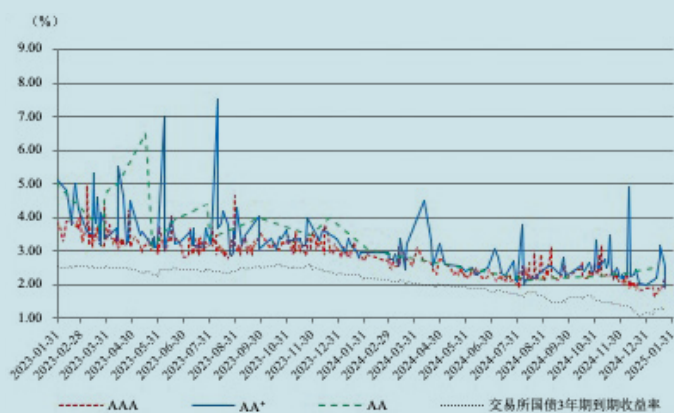
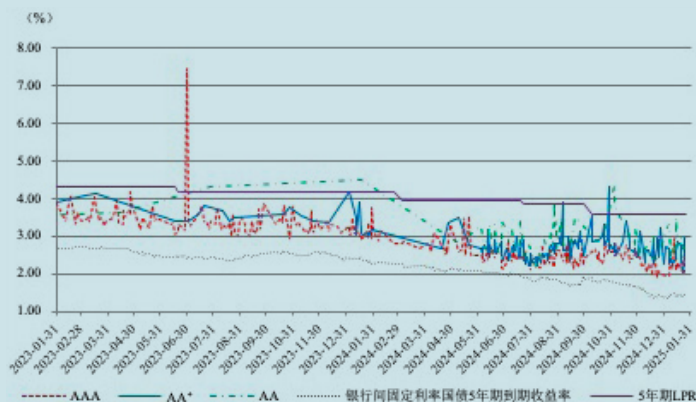


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2021年	2022年	2023年	2024年	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.6	3.1	5.4	134.9	5.0
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	5.8
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	51.4	3.2
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	48.8	3.5
出口总额	21.0	9.0	0.6	25.5	7.1
进口总额	21.5	3.9	-0.3	18.4	2.3
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.2
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.2
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	408.3	8.0
M2余额	9.0	11.8	9.7	313.5	7.3
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	255.7	7.6

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

2022年—2025年1月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2022年	2023年	2024年	2025年1月	2025年1月同比 (%)	2022年	2023年	2024年	2025年1月	2025年1月同比 (%)
政府债	2330	2366	2224	92	67.27	172648.49	205924.08	221744.48	13489.79	23.44
国债	183	192	194	12	9.09	99082.7	112670.40	123983.60	7982.70	7.87
地方政府债	2147	2174	2030	80	81.82	73565.79	93253.68	97760.88	5507.09	56.09
央行票据	12	12	13	1	0.00	600	600.00	1068.40	550.00	1000.00
同业存单	25805	26903	26507	1461	-34.04	204969.9	257134.40	314208.20	15138.50	-33.54
金融债	1767	1968	1844	119	-36.36	95714.86	95842.38	98251.57	8213.6	-8.48
政策银行债	871	823	738	61	-47.86	59709.6	54741.20	52914.60	6919.60	-11.29
商业银行债	159	183	154	3	-40.00	12062.17	13195.00	10261.00	410.00	811.11
商业银行次级债券	139	124	155	1	--	11941.55	11157.90	18962.90	30.00	--
保险公司债	11	23	17	2	--	224.5	1121.70	1175.00	25.00	--
证券公司债	347	501	410	37	-15.91	7109.74	10466.63	8375.67	606.00	-23.86
证券公司短期融资券	223	285	275	9	-50.00	3988.3	4529.70	4761.40	133.00	-52.33
其它金融机构债	17	29	95	6	100.00	679	630.25	1801.00	90.00	63.64
企业债	487	269	79	10	-23.08	3703.3	2007.80	600.07	46.28	-39.65
公司债	3659	4863	4826	428	8.08	31061.21	38537.59	39501.96	3014.79	-4.43
一般公司债	1401	1347	1611	131	47.19	14843.09	14491.36	17324.68	1234.85	18.29
私募债	2258	3516	3215	297	-3.26	16218.12	24046.23	22177.28	1779.94	-15.67
中期票据	2659	3189	4872	454	21.39	28059.3	29643.97	48647.78	4523.16	36.61
短期融资券	4995	5224	4335	381	-23.03	49824.48	48473.96	41491.33	3788.37	-25.57
一般短期融资券	558	704	658	61	-1.61	5150.3	5300.71	6281.24	385.18	-11.83
超短期融资债券	4437	4520	3677	320	-26.10	44674.18	43173.25	35210.09	3403.19	-26.85
定向工具	1102	1225	1237	117	-15.83	6784.22	7522.02	6840.46	566.52	-21.97
国际机构债	5	9	12	1	--	165	210.00	465.00	60.00	--
政府支持机构债	25	21	2	0	--	2760	1930.00	100.00	0.00	--
资产支持证券	4480	4785	5702	442	45.39	20043.91	18773.77	20406.72	1363.51	58.65
交易商协会ABN	821	629	1495	106	85.96	4624.27	3220.08	5242.94	282.95	43.34
金融监管局ABS	379	489	427	2	-75.00	3556.84	3495.69	2703.79	27.30	-47.58
证监会主管ABS	3280	3667	3780	334	39.75	11862.8	12058.00	12459.99	1053.26	72.67
可转债	149	142	42	2	-66.67	2200.93	1423.60	387.57	26.85	-53.19
可交换债	36	29	14	1	-50.00	422.94	334.06	319.40	20.00	300.00
项目收益票据	--	--	--	--	--	49.3	--	--	--	--
标准化票据	--	--	--	--	--	0.5	--	--	--	--
合计	47511	51005	51709	3509	-16.19	618958.55	708357.63	794032.93	50801.36	-9.30

注: 本表统计口径为Wind中截至2025年2月20日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2024年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind



联合资信2024年债券发行人交流研讨会 活动成功举办



2024年12月5日至12月7日，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）主办的2024年债券发行人交流研讨会活动成功举办。联合资信总裁万华伟出席活动并发表开场致辞，联合资信评级总监周旭等专家分别作了主题发言，深入分析了中国金融改革与发展的最新动态，探讨了城投企业的转型发展路径，解读了投资者视角下的市场热点以及债券存续期管理等重要议题。

在当前债务管理趋严、市场融资环境变化以及经济增

速换挡，城投企业面临转型升级的复杂背景下，举办本次研讨会活动，与债券发行人共同探索如何在防控风险的同时完成融资功能的迭代、如何在高质量发展的要求下寻找新的增长动能等议题，便显得尤为迫切和必要。

本次交流研讨会活动，共有城投企业相关负责人、证券机构、投资机构等共100余人参与，与会嘉宾分别就如何推动区域经济发展、优化金融生态等提出想法；针对近期出台的12万亿元地方债务风险化解方案进行探讨，力图通过多方交流，为理解顶层设计、解决实际问题提供可操作的建议。

本次研讨会的成功举办，加深了各方的互动沟通，为债券市场的发展提出了许多可行性发展路径，达到了研讨会预期的目标。

此外，联合赤道绿金条线副总裁王顺利，联合国际董事总经理、市场负责人郑文奇等领导也出席了本次研讨会，和与会嘉宾进行了充分交流。



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