

民营企业债券融资有望回暖，科创、低碳和房地产融资将是增长亮点——民企“25条”点评

2023年12月4日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

张琦

zhangq@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”
微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

2023年11月27日，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》（以下简称《通知》），从信贷、债券、股权、外汇管理、金融机构积极性、融资配套政策、组织保障共7大方面共25条具体举措。

《通知》主要内容：（1）畅通三大融资渠道，债券市场方面，扩大民营企业债券融资规模、充分发挥民营企业债券融资支持工具作用、加大对民营企业债券投资力度、探索发展高收益债券市场；（2）从外汇便利措施、金融机构积极性及融资配套政策支持支持民企发展。

当前民营企业债券融资困境的主要症结表现：

（1）近年来民企债券供需两弱，受传统行业融资需求弱，房地产融资等因素影响，民企债券发行规模逐年下滑；

（2）民企债中信用级别向高等级集中，中低评级发债困难；

（3）民企主体信用较弱，信用支持或管理工具不足；

（4）债券市场制度制约，如我国高收益债市场尚未形成完善发展体系、投资者结构上以低风险偏好机构为主等；

（5）民营企业自身缺陷是其融资困境的重要原因，包括民营企业的公司治理及内控制度缺陷，以及存在较高道德风险，企业财务造假、隐瞒不利信息、“逃废债”，转移资产、套现等违法违规行为恶化其融资环境。

政策展望：

（1）扩大民营企业债券融资规模，重点仍在科技创新、绿色低碳、产业升级以及民营房企融资等领域；

（2）民营企业“第二支箭”有望持续扩容增量，中低级别民营企业的债券融资增信支持加大

（3）围绕培育高收益市场，与之相关的市场机制加快健全和完善，但中短期对中小企业融资支持效果或不及预期。

2023年11月27日，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》（以下简称《通知》），从信贷、债券、股权、外汇管理、金融机构积极性、融资配套政策、组织保障共7大方面共25条具体举措。

一、政策背景

党中央、国务院历来高度重视民营经济工作。党的十九大报告提出“支持民营企业发展”，到党的二十大报告进一步提出“促进民营经济发展壮大”。中国人民银行、国家发改委、金融监管总局、商务部、证监会以及交易所、银行间协会等密集出台了多项具体措施支持民营企业融资、纾困和发展。

2023年，支持民企发展壮大的政策密集。3月份，政府工作报告强调切实落实“两个毫不动摇”，促进民营企业健康发展。7月19日，国务院印发了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，更加关切和助力缓解当前民营企业发展中遇到的问题和阻碍，进一步优化稳定公平透明可预期的发展环境，强调加大政策支持力度、强化法治保障，推进高质量发展、关注民企风险管理、鼓励民企拓展海外业务等内容。8月1日，国家发改委等印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》涵盖促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围5个方面共28条举措。9月6日，中央编办正式批复在国家发改委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构。此次中国人民银行等八部门联合发布《通知》，全方位、系统性地部署了金融支持民营企业发展壮大的具体措施。

表1 2018年以来支持民营企业发展的主要金融政策和措施

发布日期	政策文件/会议	主要内容
2018-10	中国人民银行“三支箭”组合政策	引导金融机构加大对民企的信贷支持；支持工具扩容，促进民企债券融资修复；按照市场化原则，提供阶段性的股权融资支持。
2018-10	上交所“深化债券市场功能，助力民营企业健康发展”	推出纾困专项债专门用于化解上市股票质押风险，深化债券品种创新，以市场化方式缓解民营企业流动性压力；推出信用增进工具，缓解民营企业融资难、融资贵问题。
2018-11	上交所、深交所信用保护合约试点	重点支持暂遇流动性困难的优质民营企业和双创企业债券融资。
2020-10	国家发改委《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	着力解决民企融资难题，具体要求包括加大对民营企业信贷支持力度、支持开展信用融资、拓展贷款抵押质押物范围、拓展民营经济直接融资渠道、创新信贷风险政府担保补偿机制、促进及时支付中小企业款项等。
2022-03	上交所“推动完善民企债券融资支持机制 增强服务民营经济发展质效”	证监会推出七大支持民营企业债券融资的措施，包括推出科技创新公司债券，优先重点支持相关领域的民营企业发债融资；优化融资服务机制，知名成熟发行人名单扩容，鼓励创设民营企业信用保护工具，推出组合型信用保护合约业务；回购融资机制适当放宽民企债入库门槛；强化民营企业债券全流程信息披露。

发布日期	政策文件/会议	主要内容
2022-05	上交所“开展民营企业债券融资专项支持计划”	民营企业债券融资专项支持计划，由中国证券金融股份有限公司运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。
2022-05	银行间交易商协会设立中债民企债券融资支持工具	交易商协会组织中债信用增进公司主动设立了中债民企债券融资支持工具（CSIPB），通过创设风险缓释凭证、担保增信、交易型增信、信用联结票据、直接投资以及地方国企合作六种模式支持符合条件的民营企业发行债券。
2022-07	《中国证监会 国家发展改革委 全国工商联关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》	提出三大方面要求，一是加强服务引导，营造良好发展环境，包括加大债券融资服务力度，积极推动债券产品创新，引导资金流向优质民营企业，培育多元化投资者结构，畅通信息沟通渠道。二是，加强监管规范，维护有序市场生态，包括加强民营企业信用体系建设，开展联合奖惩工作，提升信息披露质量，全方位督促中介机构归位尽责，完善债券违约处置机制。三是，加强部门合作，共同促进市场稳定等。
2022-07	上交所组合型信用保护合约（CDX）试点	上交所推出 CSI-SSE 交易所民企 CDX 组合，参考实体为一篮子优质民营企业，主要为相关市场上规模大、流动性好的发债民企，行业分散度高，为市场提供了民企债券投资精准对冲工具。
2022-07	《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法（2022 年修订版）》	降低质押式回购条件，“主体评级为 AA 级及以上且由合格创设机构联合中国证券金融股份有限公司合作创设的民营企业债券融资专项支持计划信用保护凭证提供信用保护”。
2022-11	银行间交易商协会“第二支箭”扩容增量	将民营房地产企业纳入支持范围，提供约 2,500 亿元融资支持。
2023-07	上交所：支持民营企业债券融资座谈会	上交所将着力推动扩大民企债券融资专项支持计划覆盖面、鼓励民企发行科创债、健全融资风险市场化分担机制等政策举措加快落地见效。
2023-07	国家发展改革委、市场监管总局、税务总局等 8 部门《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》	金融领域包括：（1）扩大基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）发行规模，推动符合条件的民间投资项目发行基础设施 REITs；（2）将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业，尽快形成更多示范案例。
2023-08	人民银行：金融支持民营企业发展工作推进会	进一步加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳等重点领域民营企业的信贷投放，畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。债券方面，推动民营企业债券融资支持工具扩容增量，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者配置民营企业债券。
2023-08	银行间交易商协会《关于进一步加大债务融资工具支持力度促进民营经济健康发展的通知》	“第二支箭”扩容增量、拓宽民营企业“绿色通道”，加强民企的创新产品支持力度、加大市场宣传力度四大方面共 12 条具体措施。

资料来源：中证鹏元整理

二、《通知》主要内容

1、畅通民企三大融资渠道，加大科技创新等领域支持

《通知》从民营企业融资需求特点出发，畅通三大融资渠道，具体包括加大信贷资源投入，合理提高民营企业不良贷款容忍度，加大对科技创新、“专精特新”、产业基础再造工程等重点领域以及以及民营中小微企业的支持力度，合理满足民营房地产企业金融需求；扩大民企债券融资规模，加强对民营企业信用支持，探索培育高收益债市场；股权方面，支持民营企业上市和再融资，强化区域性股权市场和投资基金对民营企业的支持作用。

表 1 畅通民营企业融资渠道

融资渠道	主要内容
信贷	<p>(1) 加大信贷资源投入，银行业金融机构要制定民营企业年度服务目标，提高服务民企相关业务在绩效考核中的权重，稳步提升民营企业贷款占比，合理提高民营企业不良贷款容忍度。</p> <p>(2) 结构上，加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度；加大首贷、信用贷支持力度；积极开展产业链供应链金融服务。</p> <p>(3) 纾困上，主动做好民营企业资金接续服务，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷，合理满足民营房地产企业金融需求。</p> <p>(4) 同时抓好促发展和防风险，健全信用风险管控机制，加强享受优惠政策低成本资金使用管理，严格监控资金流向，加强关联交易管理。</p>
债券	<p>(1) 扩大民营企业债券融资规模。支持民营企业发行科创票据、科创债券、股债结合类产品、绿色债券、碳中和债券、转型债券、资产证券化等，重点支持科技创新、绿色低碳等领域民营企业。优化民营企业债务融资工具注册机制，提升融资服务便利。</p> <p>(2) 加强对民营企业的增信支持。鼓励中债信用增进公司、中证金融公司及市场化机构通过担保增信、创设信用风险缓释工具、直接投资等方式，推动民企债券扩容增量。</p> <p>(3) 引导机构投资者加大对民企债券的投资力度，支持民营企业在规范基础上以市场化方式购回本企业发行的债务融资工具。</p> <p>(4) 探索发展高收益市场，面向科技型中小企业融资需求，建设高收益债券专属平台，设计符合高收益特征的交易机制与系统，加强专业投资者培育，提高市场流动性。</p>
股权	<p>(1) 支持民营企业上市融资和并购重组。支持民营企业发行上市和再融资以及符合条件的民营企业赴境外上市，通过并购重组提质增效、做大做强。</p> <p>(2) 强化区域性股权市场对民企的支持服务。突出区域性股权市场的股权市场定位，提升私募基金、证券服务机构等参与区域性股权市场积极性，支持保险、信托等机构以及资管产品投资民营企业重点建设项目和未上市企业股权。</p> <p>(3) 发挥股权投资基金对重点产业、关键领域民营企业、初创期民营中小微企业的融资支持作用。</p>

资料来源：中证鹏元整理

2、从外汇便利措施、金融机构积极性及融资配套政策支持支持民企发展

加大外汇便利化政策和服务供给，支持银行金融机构为优质民营企业提供贸易外汇收支便利化服务，完善跨境投融资便利化政策，优化跨境金融外汇特色服务。运用结构性货币政策工具、财政奖补和保险保障、

请务必阅读正文之后的免责声明

拓宽银行业金融机构融资渠道等措施，提升金融机构服务民营经济的积极性。优化融资配套政策，从信用激励约束机制、风险分担和补偿机制，票据市场信用约束机制，应收账款确权以及税收政策支持等方面增强民营经济金融承载力。从宣传解读、各部门工作落实方面强化组织保障。

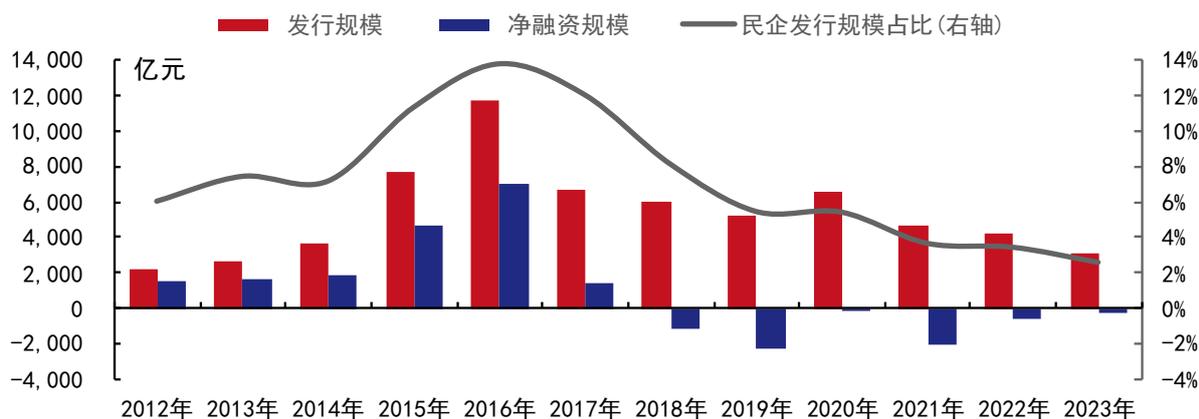
三、当前民营企业债券融资困境的主要症结有哪些？

长期以来，民营企业主要面临融资难、融资贵的困境。就债券市场方面而言，民营企业在“融资难”方面主要表现为发债门槛较高，市场制度相对不完善的制约，导致信用支持不足、投资者风险对民企债避险情绪严重等；在“融资贵”方面主要表现为发行成本普遍高于同类国有企业，包括获得外部增信的成本高。除债券市场制度因素和市场结构因素外，重要的还有经济基本面、地产政策，以及民营企业自身的一些问题共同导致民企债券供需两弱。

1、近年来民企债券供需两弱，发行规模逐年下滑

近 10 年来，我国民营企业信用债券¹发行情况总体表现为快速上升、持续回落。2012-2016 年，随信用债发行门槛降低，尤其是 2015 年交易所私募债推出、房地产企业融资需求旺盛，民营企业债券规模快速增长。2016 年，民企债发行规模 1.18 万亿元，达到峰值。此后，民企债的发行逐渐缩量，至 2023 年，前 11 个月民企的发行规模仅 3,110.10 亿元，净融资从 2018 年之后常年维持负数，对全市场信用债券发行规模的占比也从 2016 年的 13.8% 逐年下降至 2023 年 2.6%。若不考虑民营企业可转债品种，民营企业普通信用债的收缩更为明显。

图 1 民营企业信用债发行与净融资情况



注：2023 年截至 2023 年 11 月。

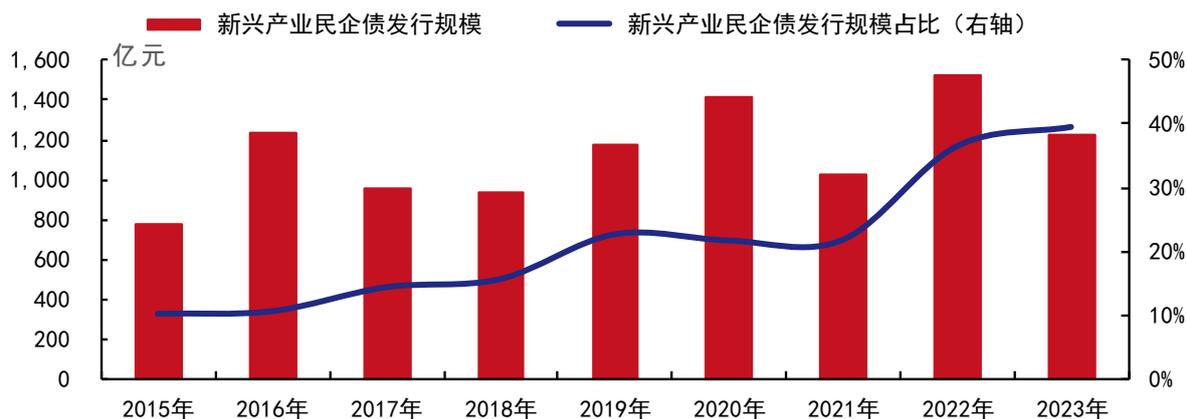
数据来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 本文信用债券口径：企业债、交易所公司债、私募债、可转债、可交债，银行间市场短期融资券、中期票据、定向工具；民营企业口径为 wind 口径下民营企业，存在部分发债民企主体遗漏。

请务必阅读正文之后的免责声明

具体从民企债券的行业结构上看，近年民企债券发行规模收缩更主要受经济结构调整和房地产融资等供给端因素影响，表现出显著的结构特征。我国民营企业以传统行业为主，其发展相对饱和、投资需求较弱，愈发严酷复杂的外部环境进一步降低民营企业的投资融资需求；有旺盛投融资需求的新兴成长行业则是以股权融资为主、债券融资需求增长，但规模较小。

图 2 新兴成长行业民企债券发行规模稳步上升



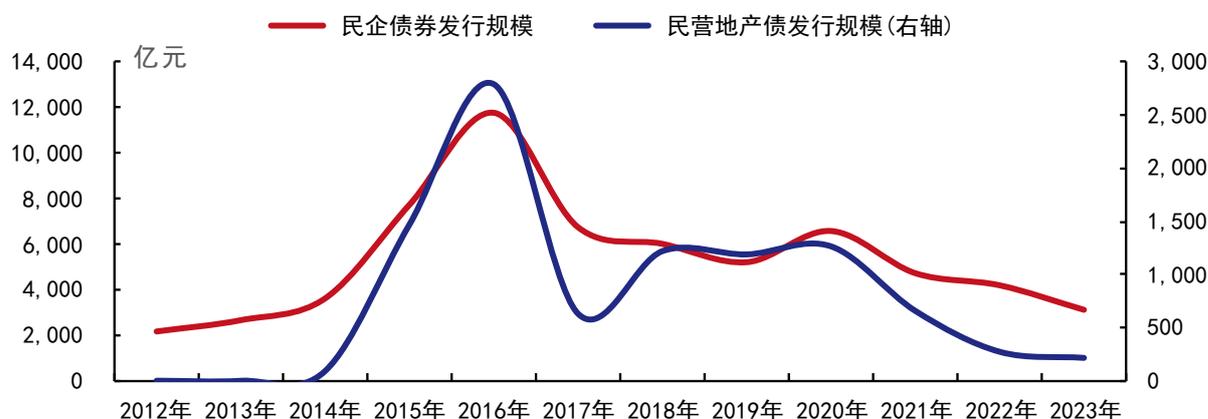
注：1. 新兴成长行业为部分规模较大的行业，具体包括汽车、机械设、电气设备、电子、通信、计算机；2. 2023 年截至 2023 年 11 月。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

原发行规模最大的房地产企业融资受限，民营房企集中“暴雷”，进一步加剧民企债券整体规模下滑。

2015 年房地产行业融资开始扩张，直至 2021 年，房地产一直都是民营企业最主要的发债行业，行业发行规模占民企债券整体发行规模的规模约 20%。2021 年房地产“三道红线”政策全面推行，房地产企业融资开始全面受限。当年，民企债中房地产行业发行规模虽仍高于其他行业，但发行规模已经较 2020 年下降 48%，2022 年，多家民营房企债券集中违约，导致民营房企融资几乎失去公开市场融资能力，发行规模较 2021 年继续下降 58%。2022 年 12 月以来，在民营企业融资“第二支箭”支持下，部分优质民营房企融资有所好转，但支持规模有限，未能扭转民营房企融资低迷的局面。2023 年 1-11 月，民营地产业债规模 218.90 亿元，占比 7.0%。

图3 民企债券与民营地产业债趋势高度一致



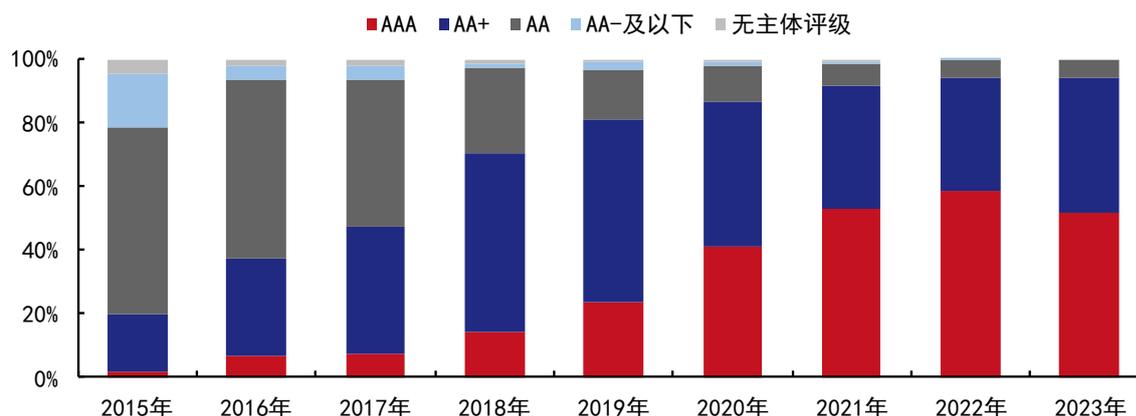
注：2023年截至2023年11月。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

2、普通信用债中，信用级别向高等级集中，中低评级发债困难

普通信用债券中（不含可转债、可交换债），民企债券中的中高等级主体占比逐年攀升。民营债券违约率相对较高，约10%，2018年民企大批违约，各类违约行为严重损害了投资者对低等级民企债的信心，恶化了民营企业在债券市场的信用环境，市场自此对民企债券避险情况加重，开始采取“白名单制”甚至对民企债“一大切”，加大了民营企业的融资难度，大量低级别主体未能进入债券市场。从级别分别看，2019年之后AA级及以下的民企主体发债数量快速下降，2022-2023年，新发行民企普通债券中，AA级及以下的民企发展占比仅为5.9%。

图4 民企债券主体评级分布



注：2023年截至2023年11月，按债券数量统计。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

3、民企主体信用较弱，信用支持或管理工具不足

民营企业以中小型企业为主，信用资质普遍较弱，债券市场也仍存在“AA级”隐形发行门槛，在缺少信用支持的情况下，大量的中低等级民营企业很难发债。担保机构方面，市场化的担保机构也会规避民企信

请务必阅读正文之后的免责声明

用风险或者收费较高，从发债情况看，近年担保机构对中小民营企业提供的支持较为有限。信用衍生工具方面，近年来，我国信用衍生工具品种不断丰富，陆续推出 CRMA、CRMW、CDS、CDS 指数、CLN、CDX 等产品试点，政策支持下创设积极性有所提高，但所支持的民企债券融资规模有限。同时，我国民企信用工具创设表现出明显的政策推动特征，也存在创设机构风险规避的现象，如 CRMW 挂钩的民企主体级别集中在 AA+级及以上，对于更需要支持的较低资质民企覆盖甚微。

4、债券市场制度制约

一是，我国高收益债市场尚未形成完善发展体系。我国高收益债主体主要为堕落天使，大多是高风险地区城投债和房地产企业债券，以二级市场为主且流动性弱。高收益债一级市场曾有诸多尝试，如 2012 年推出中小企业私募债，2015 年公司债券发行和交易统一规范后，其民企高收益债部分发展陷入停滞。由于一级市场的缺失，科技新兴或成长期的企业（明日之星）的高收益债供给十分有限。目前我国高收益债市场发展缓慢的主要原因在于债券市场制度不完善、不成熟，包括高收益债券风险管理机制、定价机制，交易机制、流动性安排、信息披露、违约债券处置机制以及投资者保护机制不完善限制了投资高收益债的积极性。其次，我国债券市场尚未实现市场分层，债券整体是较为存粹的债权属性，未满足多层次的融资需求和投资需求。再次，风险管理工具发展滞后，受托管理人、评级机构等中介机构的履职不到位，投资者风险偏好低等外部因素也限制了高收益债市场的发展。

二是，投资者结构上以低风险偏好机构为主。目前，高收益债券投资以私募基金为主，而债券市场的主要投资者银行、保险、公募基金等受限于内部控制制度、产品净值等因素，风险偏好很低，很少投资高收益债券，即使投资也主要是高收益城投债。主流投资机构对投资经理的激励不足，投资高收益债的风险收益不对等，如获得超额收益没有相应奖励，但如果发生违约则要承担投资损失责任，这加重了投资者对民企债券避险。城投“保刚兑”的信仰仍然存在，进一步强化市场资源流向城投。

5、民营企业自身缺陷是其融资困境的重要原因

民营企业在各类违约市场中暴露出公司治理及内控制度问题加剧恶化了其融资环境。比如，内部治理结构不规范加大了企业的不稳定性和不可预测性；产权界定不清晰对其管理和发展，以及资产违约处置带来障碍。而且，民营企业存在较高道德风险，企业财务造假、隐瞒不利信息等违法违规事件屡禁不止，更为恶劣的行为如“逃废债”，转移资产、套现等，这些行为严重损害民营企业的信用环境基础，是造成投资机构对民营债券避险情绪严重、民企债券市场分化的主要原因。此外，民企债券违约之后的回收率偏低，叠加民营企业的高违约率，一级市场的定价对潜在损失覆盖不足导致投资机构对民企债配置缩减。

四、政策展望

1、扩大民营企业债券融资规模，重点仍在科技创新、绿色低碳、产业升级以及民营房企融资等领域

如前文所述，民企债券发行规模收缩的主要原因在供给端，政策支持下，民营企业债券融资规模有望实现“止跌”，但融资结构特征仍延续。一是，扩大民营企业发债规模的主要方向在科技创新、绿色低碳、产业升级等领域，此类企业的融资需求相对旺盛，在债券融资方面仍有较大释放空间。从2022年以来的多项金融政策强调把做好科技创新金融服务摆在突出位置，引导加大对科技型企业的融资支持。《通知》也再次明确从信贷、债券、股权三大融资渠道加大对科创领域的支持，科创债券、科创票据，可转债等品种将是民企债券扩容的主力。二是，民营房企融资继续修复。本次《通知》要求银行业金融机构要保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求，如流动性支持和并购融资；交易商协会表示将继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资等。

2、民营企业“第二支箭”有望持续扩容增量，中低级别民营企业的债券融资增信支持加大

针对民营企业信用较弱的问题，《通知》提出充分发挥民营企业债券融资支持工具作用。自2018年“第二支箭”民营企业债券融资支持工具以来，CRM等信用工具为民营企业债券融提供了有力增信支持，有效缓解了投资机构对民营企业信用的顾虑，提升了民营企业发行成功率，降低了民营企业的发债成本。民营企业债券融资规模扩大仍将依赖于“第二支箭”持续“扩容增量”，一是持续提高民营企业债券融资支持工具规模，二是提高对中低级别民营企业债券的覆盖程度。

3、围绕培育高收益市场，推动相关市场制度持续完善，中短期对中小企业融资支持效果或不及预期

《通知》提出“研究推进高收益债券市场建设”重点将围绕高收益债一级市场的建设和培育，并推动债券市场分层。培育高收益债市场的关键是要建立健全相关配套市场制度机制，包括高收益债券风险管理机制、定价机制、交易机制，信息披露、违约债券处置机制等方面。未来一段时间，与高收益债债券市场相关的市场机制加快健全和完善。但培育高收益债市场是一个系统工程，除了完善债券市场制度之外，其发展还取决于信用衍生品市场和增信市场的发展，以及完善破产重整制度、培育多元化投资者结构，以及引导承销机构、评级机构、担保增信机构等中介机构积极参与等。发展高收益债市场对中小企业融资具有重大意义，但中短期而言，对中小企业融资支持效果或不及预期。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
邮编：518040	邮编：100022	邮编：200120
电话：0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
邮编：410000	邮编：210000	邮编：610000
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-89102569
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室
邮编：		
总机：0531-88813809	电话：029-88626679	电话：+852 36158343
传真：0531-88813810	传真：029-88626679	传真：+852 35966140