

季刊 中证鹏元评级

CSCI PENGYUAN

2023.10

2023年 第三期 总第158期

- 公司动态** 中证鹏元邀请长三角发行人走进上交所活动成功举办
- 宏观研究** 厚积薄发,政策底已至—政治局会议亮点和资本市场影响分析
- 政策分析** 过渡期后,谁会选择企业债?
- 政策分析** 内蒙古拉开新一轮特殊再融资债帷幕,事关万亿城投债市场,如何解读?
- 行业研究** 从华为Mate 60 Pro上线看半导体产业链国产化前景
- 专题研究** 科创债的现在与未来
- 专题研究** 城投公司拿地后,适宜做哪些类型的项目?

► 公司简介

Company Profile

中证鹏元资信评估股份有限公司（简称“中证鹏元”），原名“鹏元资信评估有限公司”，创立于1993年，是中国最早成立并率先走向国际市场的评级机构之一，是国内和香港监管机构认可的全牌照评级机构。

中证鹏元的业务范围涉及企业主体信用评级、公司债券评级、企业债券评级、金融机构债券评级、非金融企业债务融资工具评级、结构化产品评级、集合资金信托计划评级、境外主体债券评级及公司治理评级等。

截至目前，公司的信用评级业务板块累计已完成2.7万余家（次）主体和债券信用评级，为全国500余家企业开展公司治理评级。经中证鹏元评级的债券和结构化产品融资总额约3.7万亿元。

2016年12月，中证鹏元引入大股东中证信用增进股份有限公司，成为中国资本实力最雄厚的评级机构，实现战略升级。中证鹏元坚持规范化、专业化、科技化、国际化的发展道路，致力成为业内最具公信力、创新力和影响力的专业化评级机构。

► 集团简介

Group Profile

中证信用增进股份有限公司（英文：China Securities Credit Investment Co., Ltd.，简称：中证信用）是中国领先的信用科技综合服务商，成立于2015年5月27日，由东吴证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、广发证券股份有限公司、安信证券股份有限公司、中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司及前海金融控股有限公司等35家国内一流的证券公司、保险公司、互联网公司及政府投资平台等共同出资，实收资本为人民币45.8598亿元。公司旗下拥有中证征信（深圳）有限公司、中证鹏元资信评估股份有限公司、中证信用云科技（深圳）股份有限公司、中证信用融资担保有限公司、中证商业保理（天津）有限公司、中证信用科技有限公司、中证信用增进（上海）资产管理有限公司、中证信资本管理（深圳）有限公司等8家一级控股子公司，并在北京设有1家分公司。公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

中证信用作为信用科技综合服务商，致力于通过科技驱动打造服务于信用资产全生命周期（资产生成-资产交易-资产管理）的基础设施，为客户提供信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理服务等全信用价值链服务，降低信用风险管理的成本，提升信用资产流转的效率，化解信用资产投资的风险。

截至目前，中证信用已为工商企业、新经济、金融机构、政府部门、互联网平台等4000多家机构客户分别提供专业化信用评级、定制化信用风险解决方案，以及信用科技驱动的资产服务。科技及信评人员占集团员工总数的比例已超过60%。

中证鹏元评级（季刊）

2023年第3期 总第158期

主办单位：中证鹏元资信评估股份有限公司

编委会主任：

李勇

主编：

李慧杰

编委会（按笔画排序）：

王一峰 王贞姬 王硕 王强 方园

毕柳 朱志铭 刘书芸 刘伟强 刘诗华

李勇 李琳 李慧杰 肖上贤 邱志新

宋歌 张伟亚 林心平 胡长森 秦斯朝

袁坤龙 袁媛 黄灿 黄忠仁 梁瓚

董斌

地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-8287 2897

传真：0755-8287 2090

网址：<http://www.cspengyuan.com>

注：本文件是由中证鹏元资信评估股份有限公司提供的内部资料，仅供同业交流。未经中证鹏元资信评估股份有限公司同意或授权，任何机构或个人不得对该文件所载内容进行使用、披露、分发、复制。任何情况下，对于使用文件所包含的信息所引起的损失、损害等后果，中证鹏元资信评估股份有限公司概不承担任何责任。

CONTENTS

目录

公司动态 Company News 4

宏观研究 Macroeconomic Research 8

厚积薄发，政策底已至——政治局会议亮点和资本市场影响分析.....9

关注商业银行净息差压力——货币政策报告增量信息解读.....21

评级动态 Rating News 25

一文读懂ESG评级与信用评级的区别与联系——ESG与信用评级系列研究 ..26

政策分析 Policy Analysis 31

过渡期后，谁会选择企业债？.....32

内蒙古拉开新一轮特殊再融资债帷幕，事关万亿城投债市场，如何解读？ ..39

“第二支箭”再度扩容增量支持民营企业发债融资.....43

债市分析 Bond Market Analysis 49

2023年三季度我国信用债市场分析与展望.....50

行业研究 Industry Research 68

从华为Mate 60 Pro上线看半导体产业链国产化前景.....69

风险上升之下，城投房地产业务风险如何看？.....75

专题研究 Special Research 82

科创债的现在与未来.....83

城投公司拿地后，适宜做哪些类型的项目？.....91

城投债高认购倍数历史复盘与推演.....100

经典案例与评级项目列表 Classic Cases and List of Rating Items 107

COMPANY NEWS

CSCI PENGYUAN

公司动态

公司动态

一、中证鹏元邀请长三角发行人走进上交所活动成功举办

2023年8月29日，由中证鹏元资信评估股份有限公司（简称“中证鹏元”）推出的“长三角发行人走进上交所活动”在上海成功举办。上海证券交易所相关领导、中证鹏元董事长张剑文、中证鹏元常务副总裁秦斯朝、中证鹏元副总裁袁坤龙，以及近百家长三角地区的债券发行人参

与了本次活动。会议由中证鹏元常务副总裁秦斯朝主持。

中证鹏元董事长张剑文致辞中指出，中证鹏元作为一家专业的信用评级公司，是债券市场重要的服务性中介机构，积极贯彻党的二十精神，认真落实债券市场支持实体经济，积极做好发行人债券发行相关服务工作，强化评级质量，提升服务水平，致力于为中国债券市场高质量发展贡献力量。



图：中证鹏元董事长张剑文致辞

随后，上交所各位资深专家就债券市场、创新产品、公募REITs、资产证券化产品等多方面开展严谨细致的分享。中证鹏元基于自身对债券市场了解，在会上分别就产业、城投的发行人关切点进行分析。

中证鹏元城投评级部总经理毕柳对长三角区域城投债融资情况进行介绍，其中提到了长三角区域作为城投债发行的主力区域，近年城投债融资较为顺畅，区域城投公司债务结构较为稳健，非标融资占比较低且有所压降，市场认可度高，并在ABS、绿色债券、自贸区离岸债券等创新性融资方面走到前列，有效拓宽了融资渠道。长三角省份

之间融资仍有所差异，江苏、浙江城投公司债券融资活跃度更高，安徽仍以市级城投为发债主力，但区县城投债券融资活跃度在明显提升。

中证鹏元上海分公司总经理刘书芸对产业发行人信用风险点做了归因总结：1、宏观经济环境和政策扰动使公司经营承压；2、强周期行业下行期公司经营风险控制不利；3、并购效果不达预期导致商誉大幅减值，4、公司治理缺陷和内部控制风险。中证鹏元在评级过程中既关注宏观环境、行业政策对发行人的影响，也关注发行人核心竞争力、公司治理、财务管理以及资本运作情况等。

图：活动现场



分享结束后，各位发行人移步到上交所投教基地以及证券博物馆参观，通过参观实践，近距离了解了上交所的运作模式、上交所以及中国证券市场的发展历程。参观结

束后，参会者参与了圆桌交流，就本次会议内容的疑问以及对债券发行中面临的问题与上交所资深审核专家开展一对一的交流。



图：公募REITS、资产证券化产品审核政策圆桌交流

本次活动最后为中证鹏元举办企业交流会环节，中证鹏元副总裁袁坤龙就公司的服务理念、专业能力、增值服务产品、市场竞争力等多方面内容向各位参会者进行介绍，深化树立中证鹏元的品牌影响力，并表达了为长三角地区企业提供本地化“一站式”服务的诚挚意愿。

本次活动旨在深入贯彻落实党的二十大报告提出的“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”，切实帮助发行人更好地了解交易所债券市场的最新政策及债券市场发展趋势。未来中证鹏元将继续加强金融供给与实体经济的匹配性，促进金融资源更好地支持经济社会发展的重点领域和薄弱环节，助力我国债券市场高质量发展。

MACROECONOMIC RESEARCH

CSCI PENGYUAN

宏观研究

厚积薄发，政策底已至——政治局会议亮点和资本市场影响分析

◎ 研究发展部 吴进辉

7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。按照近几年惯例，每年的4月末、7月末、12月上旬都会召开以经济工作为主题的政治局会议，由于12月的政治局会议一般是中央经济工作会议的前奏，4月末的政治局会议主要针对二季度，时间点靠近全国两会，因而每年7月末的政治局会议意义重大，对下半年经济重大问题和政策进行定调，确保经济的平稳运行。本次政治局会议召开时间点略靠前，这主要与相关日程安排有关。本报告对会议的重点、亮点进行解读并分析后续资本市场的影响。

一、形势和基调：经济波浪式发展，总体积极，不强刺激但有超预期的亮点，政策底已至

政治局会议通稿的结构：开头总结和肯定今年以来的成绩，随后指出当前经济形势和定调下一阶段的工作总基调，后续从宏观政策和重点工作具体展开说明（每年的重点任务根据经济发展情况而确定，今年以来中央经济工作会议和政治局会议确定的五大任务是扩内需、加快建设现代化产业体系、持续深化改革开放、坚持“两个毫不动摇”、防范化解风险，注意本次会议和今年4月的政治局会议五大任务顺序有所不同，一般顺序越靠前，更凸显重要性和紧迫性）。注意，政治局会议级别高，注重的是政策大方向和整体定调，非拘泥于详细的措施，后续央行、证监会等相关部门均会学习会议精神并按照要求出台相关配套政策。

怎么看会议对当前经济形势的定调？与4月政治局会议相比，本次会议对经济形势表述的内容增多且更严峻，会议总结了当前经济面临的困难是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。同时会议明确指出当前经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，这主要是疫情平稳过渡后经济正常的恢复过程，近期央行新闻发布会也强调了疫情后经济的曲折恢复和调整时间可能要持续一年。

下半年工作总基调：加大宏观政策调控力度，即扩大内需、提振信心、防范风险。今年一季度经济略超预期，主因是需求的集中释放，进入二季度后，内外需均逐步下滑，政策有定力且处于观察期，经济内生动能走弱，二季度GDP环比季调增速仅有0.8%，二季度名义GDP增速为4.8%，自三年以来首次低于实际GDP增速6.3%，居民收入预期差，企业经营活力不足，政府收支压力仍大，市场预期和信心偏弱，PMI指数连续三个月低于荣枯线，二季度PMI均值仅为49.0%。

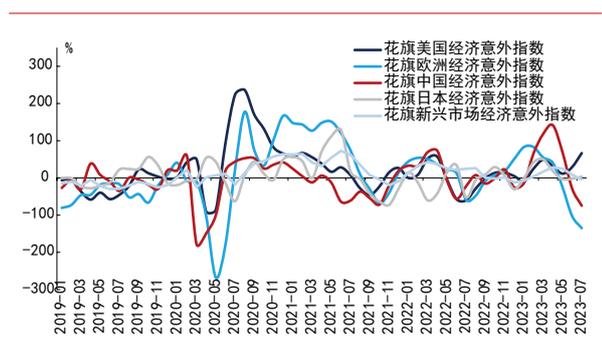
总结来看，本次会议对下半年稳增长诉求有所加强，积极有为，对地产、资本市场等方面定调略超预期，及时回应社会关切，与上半年的政策定力相比，此次会议释放明显的积极信号，基本确定政策底已至，聚焦扩大内需、提振信心、防范风险。但要注意，会议反复强调扎实推进高质量发展，意味着政策仍不会大规模的强刺激，推进经济转型升级，注重质的有效提升和量的合理增长。

图1 今年二季度名义GDP增速低于实际GDP增速，这是三年来首次



资料来源：Wind 中证鹏元

图2 今年二季度以来花旗中国经济意外指数持续下滑，市场对中国经济景气度预期下降



资料来源：Wind 中证鹏元

二、宏观政策：宽货币+稳财政，加强逆周期调节

会议对宏观政策加码诉求较强，宏观政策要加大调控，精准有力，加强逆周期调节，维持宽货币+稳财政的基调。虽然未直接提及新的增量财政货币政策，但在用好政策空间和加强政策储备要求下，仍有一定想象空间，增量政策工具和存量优化工具可期。

货币政策方面，稳健偏宽松，降准降息仍有可能。流动性合理充裕，加大逆周期调节和跨周期调节相结合，保持社融和信贷的平稳增长，更加注重疏通货币政策传导到实体的机制，着力宽信用。总量上，下半年降息降准仍有必要性，尤其是三季度降准的可能性较高，置换到期的MLF，释放流动性，缓解银行息差压力。结构性货币政策坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，对已实施领域的工具可能要继续延长期限、降低利率或者加大额度，同时有望增设新的政策工具比如创设消费专项再贷款，支持汽车、电子产品、家居等大宗消费与体育休闲、文化旅游等服务消费，同时加大对民企融资的支持。截至目前，我国共有17项结构性货币政策工具，余额达到6.87万亿元。另外，会议新增了对汇率贬值的关注。

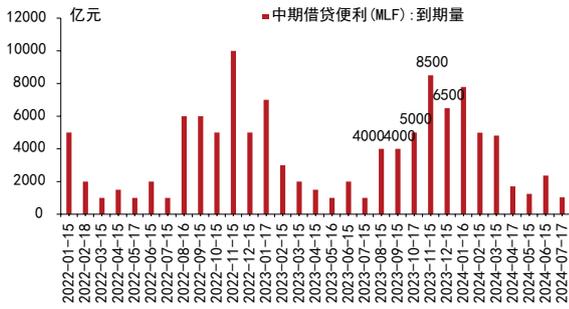
财政政策方面，以稳为主，积极作为，表现在三个方面：一是继续落实好地方政府专项债券这个重要抓手，截至6月末，今年地方政府新增专项债发行规模约为2.3万亿，仍有1.5万亿规模待发，下半年尤其是三季度要加快发行进度，尽快形成实物工作量，同时持续扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围，预计下半年基建投资仍可维持韧性；二是完善减税降费政策，把政策用足用活、落实落细，该优化的优化，该减免的减免，该延续的延续，让政策红利更好惠及经营主体，为经营主体注入发展信心；三是做好地方政府隐性债务工作。**需要指出的是**，会议并没有提及市场预期的特别国债、中长期建设国债、政策性金融开发工具、发放消费券等，一定程度上表明财政政策的定力和稳定，我们认为目前阶段大规模的刺激政策可能性较低，特别国债和大规模消费券等推出概率低，但政策性金融工具、政策性贷款额度和PSL等有较大的发力空间。

图表3 目前我国17项结构性货币政策工具一览表

类型	序号	工具名称	支持领域	发放对象	利率（1年）/ 激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）	使用 率
长期性 工具	1	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8000	5658	71%
	2	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	17600	14231	81%
	3	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）	7400	5950	80%
阶段性 工具	4	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%（激励）	800	398	50%
	5	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	-	29896	-
	6	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	4530	57%
	7	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2459	82%
	8	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	3200	80%
	9	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	13	3%
	10	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	434	43%
	11	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1694	85%
	12	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	-	269	-
	13	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	-	0	-
	14	民企债券融资支持工具（II）	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	-
	15	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	5	0.25%
	16	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	0	0%
	17	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	0	0%
合计							68737	

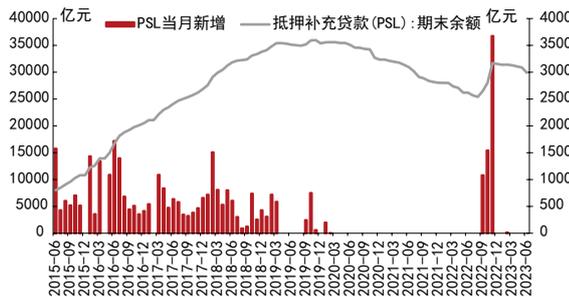
资料来源：人民银行，中证鹏元，截至2023年二季度末

图表4 下半年MLF到期量较多，降准可置换



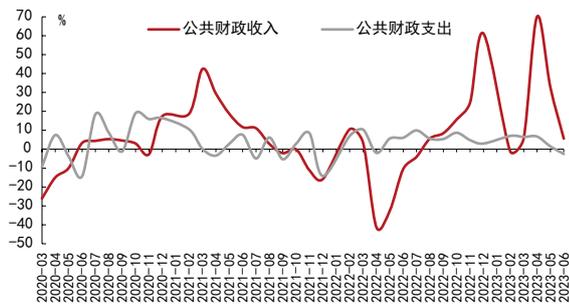
资料来源：Wind 中证鹏元

图表5 今年以来PSL贷款余额逐步减少，工具仍未启用



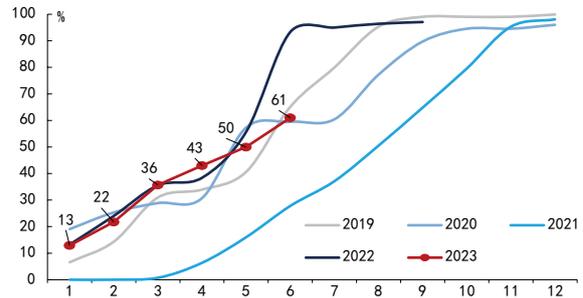
资料来源：Wind 中证鹏元

图表6 今年财政收支压力仍较大



资料来源：Wind 中证鹏元

图表7 新增专项债累计发行进度：2023上半年发行速度明显慢于去年同期，但仍处于近年来较高水平

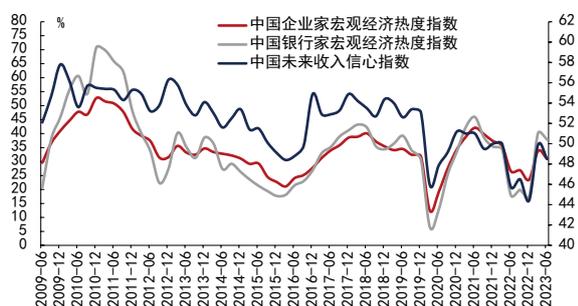


资料来源：Wind 中证鹏元

三、首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”

此次政治局会议罕见提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，这在历年政治局会议中是首次提出，在以往重大会议中类似表述一般是“维护或者促进资本市场平稳”，超出市场预期，体现了党中央对资本市场的高度重视和殷切期望。我们认为，今年宏观基本面经历了“强预期和强现实”+“强预期和弱现实”+“弱预期和弱现实”，资本市场整体表现不及预期，会议对此及时回应，最重要的是稳定市场预期，提振发展信心，7月25日收盘即政治局会议后首个交易日，股票和商品市场实现全面上涨，短期提振投资者情绪。另外，资本市场是经济的“晴雨表”，持续向好和活跃的市场有利于实体经济融资特别是民间资本，同时增加财富效应。7月25日，中国证监会召开2023年系统年中工作座谈会，学习贯彻中央政治局会议精神，证监会指出要从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，把握好提振信心、保持定力、坚守稳健、改进作风4个原则，进一步激发资本市场活力，提升资本市场功能，更好服务高质量发展。“要活跃资本市场，提振投资者信心”作为下半年的一项重要任务，直接利好权益市场，提振投资者信心，关注后续可能出台的政策。

图8 今年二季度宏观经济信心和热度下降



资料来源：Wind 中证鹏元

四、房地产重大定调：市场供求关系发生重大变化，需求端限购限贷等政策将加快松绑

此次政治局会议针对房地产市场做了重大定调，会议指出“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，同时未提“房住不炒”。

近年来，我做房地产市场发生了深刻的变革，过去很长一段时间，房地产市场处于供需失衡的状态，房企采取高周转和高杠杆的模式，居民炒房盛行，房价过快上涨，因而“房住不炒”的提出具有重大的使命和意义。在“房住不炒”背景下，我国相继出台了一系列限制性政策，比如“三条红线”、“房贷集中度管理”制度、“供地两集中”政策，严格实行限购限贷，房产行业的政策调控越发聚焦到微观市场的参与主体，更加精准化、量化。随着行业的快速扩张，房地产行业库存高企，已经从增量时代转为存量时代，房企快速周转的模式无以为继，以恒大和融创等大型房企为代表的龙头企业和众多中小型房企遭受巨大的现金流危机，相继走向违约，行业陷入低谷，居民信心持续受损，叠加疫情冲击后收入下滑，购房意愿大大下降。

我们看到，当前形势下，需求不足的问题成为主要矛盾，地产的实际供需和行业基本面已经变化，不一味强调“房住不炒”是新形势调整的应有之义。我们认为，我国房地产市场下行趋势难改，行业必将经历较长时间的阵痛期和转型期，从而逐步实现平稳健康发展和建立新发展模式。因而，针对地产行业的诸多限制政策有望逐步优化和调整，此次会议是一个重大拐点，央行在新闻发布会也指出“过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”，预计下半年全国各地将陆续调整相关限购限贷政策，支持刚性和改善性住房。关注北京、上海和深圳等超大城市的限购限贷等政策调整，可以适当优化和试点，因城施策步伐迈得更大些。注意，全国总共有22个房地产长效机制试点城市，包括北京、上海、广州、深圳4个一线城市，以及南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡18个二线城市，试点城市对限购限贷政策的调整，须报市住建局、省住建厅、住建部等部门通过后，还需报国务院审批，因而要观察实际落地情况。

会议还指出“要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。在今年4月的政治局会议就提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”，近期国常会已经审议通过相关政策。本次会议删除了“超大特大城市”这一特定对象，意味着全国范围内均可实施城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。本质上，城中村改造、棚改均属于广义城市更新的范畴，我们认为此次城中村改造并不等于棚改，而是在城市更新的前提下进行改造。7月7日，住建部发布《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》（建科〔2023〕30号）再次明确了“防止大拆大建”的底线要求，坚持留改

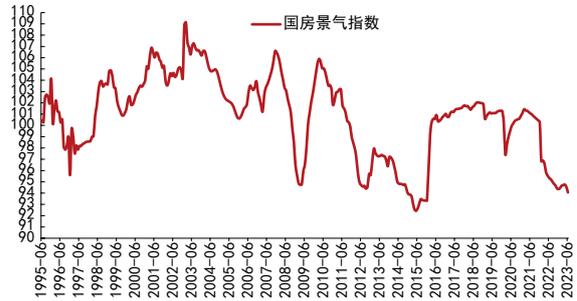
拆并举，加强历史文化保护传承，尊重自然、顺应自然、保护自然，统筹发展和安全，鼓励小规模、渐进式有机更新和微改造，将城市体检作为城市更新的前提。

所谓“平急两用”设施，指平时用作旅游、康养等，重大公共事件突发时立即转换为隔离收治设施。这能够有效推动大城市转变发展方式，补齐公共卫生防控救治能力建设短板，提升山区旅游居住品质，加快周边乡村振兴发展，更好统筹发展和安全。4月18日，国家发展改革委“平急两用”设施建设现场会指出，建设改造一批“平急两用”的民宿和酒店、储备一批单体大型方舱医院、升级一批应急医疗服务点。要处理好政府与市场的关系、成本与收益的关系、“平”时与“急”时的关系。严防资本无序渗透，严禁破坏生态环境，超大特大城市要引领示范，加快推动“平急两用”设施落地见效。

总体上看，地产仍以稳为主，注重行业风险有序出清，同时需求端政策逐步优化和调整。首先需要指出的是，房地产风险、金融风险和地方政府隐性债务风险是目前最重要的三大风险点，这在近年来重要会议多次提到，且均置于在风险防范的内容里面。有一个细节，去年中央经济会议把房地产风险置于首位，4月政治局会议却把金融风险置于首位，主要与一季度以来美国和欧洲银行业危机有关，这次会议再次把房地产风险置于首位。

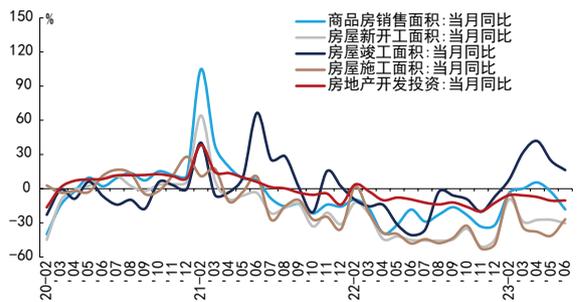
此外，几个关注点：一是长租房市场的发展，房企参与公募REITs如保障性租赁住房，消费基础设施REITs带来新增的业务发展点；二是5年期LPR还有调降必要性，居民存量房贷利率调整和置换的相关探索，根据最新媒体信息，目前部分银行正在积极做调研和需求收集，最终还需等待监管部门的政策指导。

图表9 房地产行业处于历史低谷



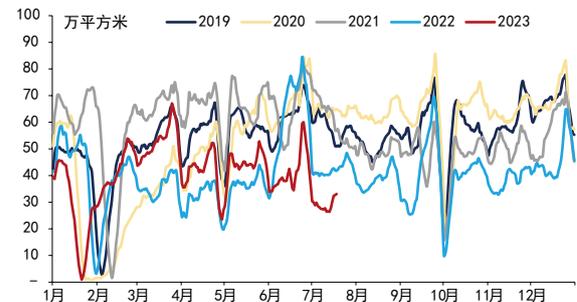
资料来源：Wind 中证鹏元

图表10 房地产投资、新开工和施工低谷徘徊，销售面积下滑，竣工放缓



资料来源：Wind 中证鹏元

图表11 近期30城商品房成交面积大幅低于往年水平，环比走弱，地产销售下滑明显



资料来源：Wind 中证鹏元

五、城投信仰强化，新增亮点“制定实施一揽子化债方案”，关注可能的化债思路

此次政治局会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。地方政府隐性债务问题一直是市场关注的焦点，去年中央经济工作会议指出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，今年4月政治局会议指出“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，近年来几乎所有的重大会议都要求隐性债务“遏增化存”的基本原则，本次会议新增“制定实施一揽子化债方案”的提法，比较超预期，意味着中央层面对地方政府隐性债务的重视度进一步提升，标志着隐性债务从“遏增化存”到“逐步化债落实”的层面，为后续隐债管理提供了较大的政策空间。

如何看待和理解“制定实施一揽子化债方案”？我们有如下观点：

第一，“遏增化存”的总基调不变，中央层面仍有定力，地方政府隐性债务化解向深水区推进，一揽子化债方案具备综合性和多元化，既有自下而上的探索，也有自上而下的指导，同时也要强调稳妥性，需要财政、金融、地方城投平台的互相配合和协调。今年初《求是》杂志发表总书记重要文章《当前经济工作的几个重大问题》，对隐性债务问题提出明确的要求，具有纲领性指导作用。具体内容为“防范化解地方政府债务风险。要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。要禁止各种变相举债行为，防范地方国有企事业单位“平台化”。要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型”。财政部也多次要求进一步打破政府兜底预期，秉承“中央不救助”的原则，分类推进融资平台公司市场化转型。

第二，最有可能的化债方案有哪些？首先来看财政部官方的六大化债方式，2018年8月，《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》提出6大途径化解隐性债务：安排财政资金偿还；出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；利用项目结转资金、经营收入偿还；合规转化为企业经营性债务；通过借新还旧、展期等方式偿还；采取破产重整或清算方式。从过去几年全国各地隐性债务化解来看，这几种化债方式都有所采用。考虑到几个因素：一是国有资产转让手续繁琐、期限长、合规要求高且规模有限；二是公益性项目普遍现金流不佳，企业自身收益难平衡；三是债务置换将隐债显性化，存在限额且目前空间有限；四是破产清算影响地方信用，是不得已的最后一步。总的来看，现行阶段还是以财政资金化债为主，辅以借新还旧、展期等方式。

现阶段的可行思路：

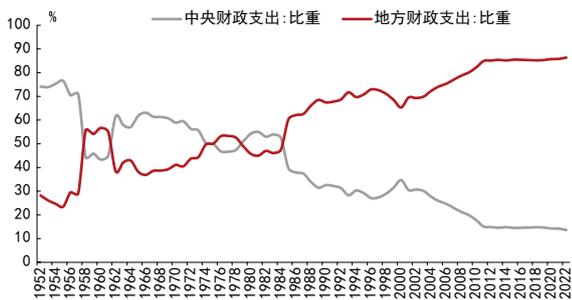
一是以“时间换空间”，“遏增化存”，在平衡地方财政压力的情况下，优化债务期限结构，展期降息和再融资债置换存量债务仍是最主要的方式，前者需要金融机构配合和地方政府的支持，后者在地方政府债务限额管理下，再融资债规模存在天花板，另外部分区域进行债务重组、AMC介入等；

二是特殊再融资债大规模推出的可能性不高，效果虽明显，但中央坚持不救助的原则，或仅有部分债务高或者额度充足的区域存在较大发行的可能；

三是自下而上总结债务化解方式如贵州、云南、山东等地，以北京、上海、广东等地区全域无隐性债务试点为契机，向更多地区进行推广和试点，探索长效监管制度框架；

四是地方债务问题引起中央层面的重视，城投信仰短期加强，但城投和地方政府剥离，市场化转型发展是最终出路。

图表12 我国中央财政支出比例低，地方财政承担大额支出比例



资料来源: Wind 中证鹏元

图表13 今年上半年城投债发行规模较大，净融资较去年同期基本持平，远低于2020和2021年同期水平



资料来源: Wind 中证鹏元

图表14 16-24岁青年人失业率持续创历史新高，结构性就业压力大



资料来源: Wind 中证鹏元

六、新增亮点“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”

此次政治局会议提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，这是比较超预期的新提法，此前会议一般强调“就业优先原则”，本次会议把稳就业再次提高到战略全盘的高度，可见对稳就业的重视程度，稳增长的前提是稳就业稳物价，也反映下半年稳增长压力加大。当前，我国整体失业率并不高，6月城镇调查失业率为5.2%，低于5.5%的红线要求，但是16-24岁青年人的失业率持续突破历史高点，6月达到了21.3%。稳就业可以打通就业-收入-消费的循环，也是扩大需求，提振信心的应有之义。

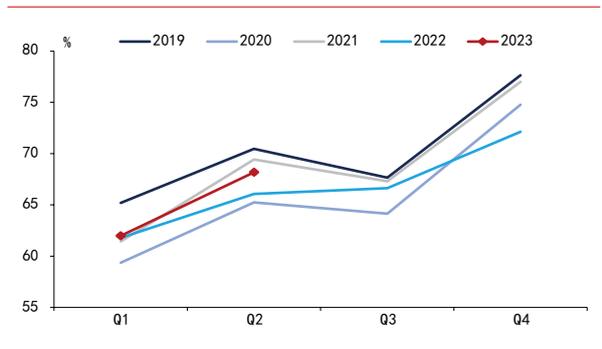
七、扩内需、促消费，建设现代化产业体系，关注民间投资的系列政策

扩内需仍是首要位置。会议对需求端三驾马车即消费、投资、出口均进行了表述，其中对消费着墨最多，提出“发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给”，今年二季度消费对GDP增长的贡献率已经由一季度的66.6%提升至84.5%，而居民的人均消费支出增速高于人均支配收入，二季度全国居民平均消费倾向达到68%，表现并不差，位于近年来的均值水平。近期发改委已经出台了针对汽车、电子产品、家居等大宗消费的政策措施，预计后续仍会出台体育休闲、文化旅游等服务消费提振政策，随着政策效应的不断显现，下半年消费对经济的拉动作用有望继续增强。

激发民间投资活力是今年政策的重点方向。会议要求，“要制定出台促进民间投资的政策措施，坚持“两个毫不动摇”，切实优化民营企业发展环境”，今年上半年民间固定资产投资同比累计增长-0.2%，当前民营经济营商环境和投资亟需政策支持。近期《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，国家发展改革委建立了与民营企业常态化沟通交流机制，多次开展座谈会，也配合推出相关配套政策举措：一是推出促进民营经济发展近期若干举措；二是制定印发促进民间投资的政策文件，聚焦重点领域，健全要素保障机制，充分调动民间投资的积极性。上述两份文件作为意见的“1+N”配套措施将很快出台，通过政策措施的集中推出，多措并举，多管齐下，切实推动意见落地见效，促进民营经济高质量发展。

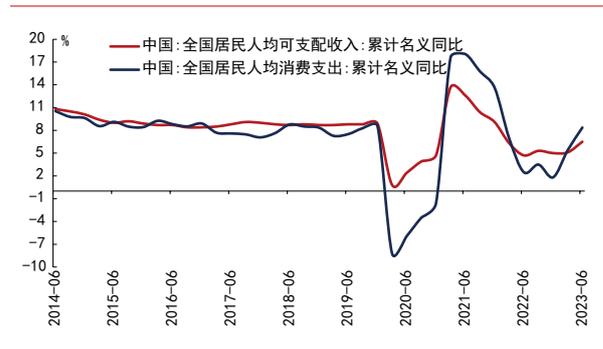
大力推动现代化产业体系建设，是经济转型升级和高质量发展的必然要求，要注重厚积薄发。要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。一是培育壮大战略性新兴产业和产业集群；二是推动数字经济与先进制造业和服务业；三是发展人工智能。关注第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，预计在今年10月召开。

图表15 全国居民平均消费倾向表现并不差，位于近年来的均值水平



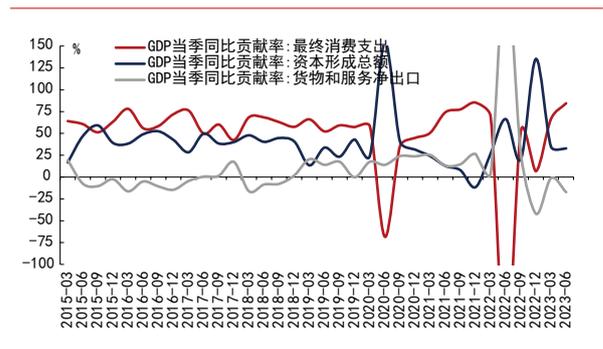
资料来源：Wind 中证鹏元

图表16 居民人均消费支出名义增速略高于可支配收入增速



资料来源：Wind 中证鹏元

图表17 消费对GDP的贡献率继续上升至85%



资料来源：Wind 中证鹏元

图表18 民间投资同比增速已经转负



资料来源：Wind 中证鹏元

图表19 今年以来支持民营经济的政策一览表

序号	时间	事件名称	主要内容
1	2023.3.7	习近平在看望参加政协会议的民建工商联界委员时强调正确引导民营经济健康发展高质量发展	强调党中央始终坚持“两个毫不动摇”、“三个没有变”，始终把民营企业和民营企业家当作自己人。要引导民营企业和民营企业家正确理解党中央方针政策，增强信心、轻装上阵、大胆发展，实现民营经济健康发展、高质量发展。
2	2023.4.21	中央全面深化改革委员会：促进民营经济发展壮大	促进民营经济发展壮大，要着力优化民营经济发展环境，要充分考虑民营经济特点，完善政策执行方式，加强政策协调性，推动各项优惠政策精准直达，切实解决企业实际困难。要把构建亲清政商关系落到实处，引导促进民营经济人士健康成长。会议审议通过了《关于促进民营经济发展壮大的意见》。
3	2023.4.28	中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，中共中央总书记习近平主持会议	要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。
4	2023.7.4	国家发展改革委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，认真听取民营企业意见建议	郑栅洁表示，国家发展改革委将持续发挥民营企业沟通交流机制作用，不断认真倾听民营企业家的真实想法，研究提出务实管用的政策举措，尽力帮助企业解决实际困难，为民营企业营造良好的发展环境。
5	2023.7.10	国家发展改革委主任郑栅洁再次召开与民营企业沟通交流机制座谈会	郑栅洁表示民营企业对宏观政策的具体感受和结合自身发展实际提出的政策建议，是我们研究制定宏观政策、开展宏观调控的重要参考。对于企业提出的具体诉求，国家发展改革委将积极协调有关方面抓紧推动解决；对于宏观层面的政策建议，将会同有关方面认真研究论证，视情完善或出台相关政策。
6	2023.7.14	交易商协会召开民营企业融资座谈会	听取民营企业对扩大民企债券融资支持工具（“第二支箭”）服务范围、更好促进民营企业持续健康发展的意见和建议。
7	2023.7.14	《国家发展改革委关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》	《通知》从四个方面部署相关工作：（一）明确工作目标，提振民间信心；（二）聚焦重点领域，支持民间资本参与重大项目；（三）健全保障机制，促进民间投资项目落地实施；（四）营造良好环境，促进民间投资健康发展。
8	2023.7.17	国家发展改革委主任郑栅洁召开座谈会听取民营企业意见	郑栅洁表示制造业是立国之本、强国之基，要加快构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系，推动现代服务业同先进制造业深度融合。
9	2023.7.19	《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》	《意见》围绕6个方面部署了重点任务：一是持续优化民营经济发展环境；二是加大对民营经济政策支持力度；三是强化民营经济发展法制保障；四是着力推动民营经济实现高质量发展；五是促进民营经济人士健康成长；六是持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围。
10	2023.7.21	上交所召开支持民营企业债券融资座谈会	上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券金融股份有限公司分别介绍了支持民营企业债券融资相关措施。
11	2023.7.25	国家发展改革委负责同志多形式听取民营企业意见建议	丛亮主持召开制造业民营企业座谈会，认真听取民营企业家对当前经济形势的真实感受和意见建议。赵辰昕实地调研绿色低碳领域的民营企业，了解相关企业在推广数字化节能降碳技术和服

资料来源：官方网站，中证鹏元整理

八、资本市场影响和走势分析

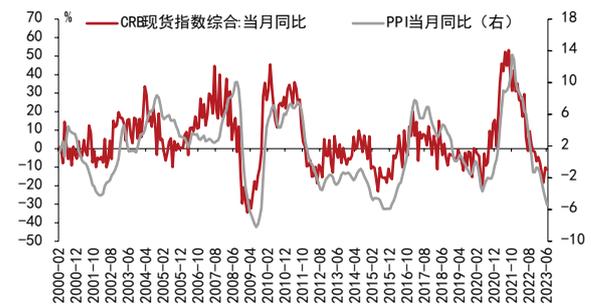
对于权益市场，提振市场信心，关注活跃资本市场的利好政策，PPI拐点基本确定。会议传递积极作为和活跃资本市场的信号均有利A股，风险偏好提升，需要关注市场反馈。当前A股的整体估值不高，6月PPI拐点基本确认，PPI与企业盈利和股市走势相关性较好，看好复苏景气较好和确定性较高的低估值板块。

对于债券市场，短期内利率震荡，关键是经济基本面的改善程度，仍可继续看多。会议关于地产超预期的表述，政策偏积极，债券市场还是担心宽信用的落地，短期内10年国债利率快速上行约5BP。基于当前债市利率点位并不低，部分投资者开始止盈，利率短期内形成震荡区间。后续债券市场走势核心还是取决于经济的发展趋势和恢复的高度。我们认为，下半年经济弱修复的格局难改，地产难言大幅好转，叠加货币政策仍趋于宽松，流动性充裕，存量房贷利率调整，利率仍可突破新低，利多因素较多，维持10年国债利率区间在2.55%-2.7%左右。

对于公募REITs市场，业绩改善，流动性提升，内在价值回归，发行节奏有望加快。二级市场方面，今年上半年我国公募REITs市场持续下跌和价格破发，市场情绪和信心较差，主因业绩不及预期、估值的锚仍未形成共识、流动性不足等多重综合因素导致，从而形成负反馈，导致市场赚钱效应下降。进入7月以来，随着FOF等增量资金进场，政策红利效应，二季度业绩企稳，市场表现回暖迹象，流动性提升。后续，随着宏观基本面修复，REITs整体业绩转好，凸显优质资产的特点，建议投资者加强宏中微观的研判，牢牢把握公募REITs中长期配置的投资理念。当前

市场仍不具备大幅走牛的趋势，但估值并不高，建议根据资产负债端要求，可配置基本面较好，市场认可度高的标的，注重持仓资产类别的分散度。一级市场方面，目前已经累计首发上市28只REITs，发行规模为924.7亿元，扩募上市4只REITs，扩募规模50.6亿元，目前今年新发行规模仅为257亿元左右（考虑在申报和待上市的三只），其中2021、2022全年新发规模是364亿元、419亿元，下半年市场发行将加快，重点关注消费基础设施REITs的落地，中性条件下，预计全年发行规模在1200亿元左右。

图表20 PPI与CRB指数相关性较好，CRB指数开始回升，6月PPI的拐点基本确定



资料来源：Wind，中证鹏元

图表21 今年以来公募REITs市场持续下跌，进入7月以来市场有所回暖



资料来源：Wind，中证鹏元

图表22 历届党的三中全会一览表

序号	时间	会议名称	会议主题
1	1978年12月18日至22日	十一届三中全会	把全党的工作重点转移到社会主义现代化建设上来
2	1984年10月20日	十二届三中全会	一致通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，改革从农村走向城市
3	1988年9月26日至30	十三届三中全会	提出治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革的方针
4	1993年11月11日至14日	十四届三中全会	审议通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，勾画了社会主义市场经济体制的基本框架
5	1998年10月12日至14日	十五届三中全会	审议通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，并提出了到2010年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标
6	2003年10月11日至14日	十六届三中全会	通过《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》，明确完善社会主义市场经济体制的主要任务
7	2008年10月9日至12日	十七届三中全会	通过《关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，赋予农民更加充分而有保障的土地承包经营权，现有土地承包关系要保持稳定并长久不变
8	2013年11月9日至12日	十八届三中全会	通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化
9	2018年2月26日至28日	十九届三中全会	审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》

资料来源：中共中央党史和文献研究院，中证鹏元，十九届三中全会时间提前召开，主因二中全会涉及到修宪，故而本届三中全会承担了部分二中全会酝酿两会人选的职能。

总结来看，本次政治局会议整体偏积极，有不少超预期的亮点，比如地产形势变化、地方一揽子化债方案、活跃资本市场等，短期内有利于提振发展信心，稳定预期，后续需要观察落地情况。下半年稳增长压力加大，政策底和经济底基本确认，环比延续恢复，至于改善的高度仍不可高估，预计全年GDP增速在5.0%-5.5%之间，增量政策有望出台。另外，今年下半年将召开党的二十届三中全会，根据惯例，历届的三中全会侧重经济发展和体制改革，比如十八届三中全会主题为全面深化改革；十九届三

中全会审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》，关注三中全会可能出台的政策。



吴进辉

中国矿业大学（北京）应用经济学硕士，现任中证鹏元研究发展部高级研究员，主要从事宏观经济、债券市场信用研究、地方投融资、房地产行业发展、REITs等研究工作。

关注商业银行净息差压力——货币政策报告增量信息解读

© 研究发展部 吴进辉

一、报告核心要点

1. 国民经济有望持续好转，首次提出“部分行业存在生产线外迁”

此次报告中央对经济形势的判断基本延续政治局会议的论调，相较于一季度货币政策执行报告中对于“经济增长持续好转”的肯定，“国民经济有望持续好转”的表述更为谨慎。报告对我国经济恢复发展问题的分析更加明确，继续强调来自居民收入、消费、民间投资和企业经营的困难和挑战，首次提出“部分行业存在生产线外迁”，具体指出“地方财政收支平衡压力加大”的问题。同时报告也指出当前经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，经济循环需要逐步调整，报告基于对我国经济发展潜力的信心，应对高质量发展过程中的所必须面对的结构调整的考量，宏观调控力度要求有所提高。

海外方面，国际环境复杂严峻，依旧承受地缘政治博弈导致的逆全球化风险以及发达经济体加息累积效应带来的压力。此轮加息周期出现了通胀回落缓慢而劳动力市场韧性强劲的复杂情况，导致美、加、澳等多家央行加息意向不定，经济全景和货币政策的不确定性仍在上升。8月1日美国历史第二次信用评级下调，美财政债务恶化，美欧银行业危机和美债违约危机双重影响下，全球金融市场避险情绪迄今仍未明显扭转，流动性收紧风险有可能进一步外溢至新兴经济体。在专栏4中，报告分析5月以来的汇率

贬值问题有来自美联储加息预期以及美国债务危机和地缘政治风险的影响。

2. 发挥货币政策工具总量结构双重功能，宽货币意向明确，坚定以我为主，防范汇率超调

与7月政治局会议一脉相承，报告强调发挥货币政策工具总量和结构双重功能，删掉“总量适度，节奏平稳”和“跨周期调节”，代之以“加强逆周期调节”，支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长。总量方面，上半年金融数据靠前发力，央行上半年综合运用多种货币政策工具以保持流动性合理充裕，6月末，M2、社会融资规模、人民币贷款同比分别增长11.3%、9.0%和11.3%，高于约5%的名义GDP增速，下半年，金融支持实体经济的要求更加坚定，质量和效率两方面均含于其中，报告删掉“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”，指出要综合运用多种货币政策工具，后续降准仍有操作空间。结构方面，报告在专栏部分首次详细阐述工具的“进”与“退”，“进”的方面主要是服务好高质量发展，除一贯强调的普惠、绿色、科创，“房地产市场平稳运行”也进入了结构性工具支持的领域；“退”的方面则是要实现稳妥有序，将“运用好实施期内的阶段性工具”替换为“对结构性矛盾突出领域延续实施期限”，并且还提出必要时还可再创设新工具，满足房地产“合理融资需求”的政策工具值得期待。价格方面，报告不再强调“利率水平

合理适度”，而是要“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，此处将“个人消费信贷成本”调整为“居民信贷成本”，有意加强内需刺激力度，打开中长期信贷需求阀门。从政策利率的引导作用来看，本次报告未提“引导市场利率围绕政策利率波动”，而是强调银行体系流动性和货币市场利率的平稳运行，解绑市场利率和政策利率，一方面，6月份在市场资金供求的推动下，公开市场操作、中期借贷便利中标利率下降0.1个百分点，新发放贷款加权平均利率随之到达历史低位，此轮降息中政策利率相对后发，不过，8月15日的非对称调降依旧主为逆周期调节；另一方面，下一阶段政策走向宽松，着意进一步加大金融体系对实体经济的支持力度，流动性将更为合理充裕，市场利率围绕政策利率波动或难实现。

当然，对实体经济的支持也不能是银行单方面的让利，专栏中讲到银行需要维持合理的利润水平，目前国内银行净息差仅为1.74%，压力较大。8月21日，1年期LPR下调10BP至3.45%，后续或将通过存款利率市场化调节机制引导存款利率下调，5年期LPR不变同样应有呵护银行收益的考量，此举可为存量房贷利率下调提供一定的政策缓冲。今年以来居民资产负债表成本收益倒挂明显，房贷早偿严重，冲击银行的净息差，若增量房贷同步降价，早偿压力难言缓解，叠加中长贷收益下滑，将对银行息差造成更大的冲击。

本次报告汇率相关内容明显增多，将“增强人名币汇率弹性”、“优化预期管理”更换为“综合施策、稳定预期”，新增“坚决防范汇率超调风险”的表述。近期，内

外多重因素交织导致人民币汇率突破7.3，报告在专栏4中对此进行分析，并表示，面对市场顺周期、单边行为，央行有充足的政策的工具储备加以调整。展望长期，随着美联储加息接近尾声、我国经济运行持续好转，人民币汇率不会单边走贬。

3. 物价有望触底回升

央行对物价信心提升，判断当前我国物价水平大概率处于年内低位，7月PPI已开始触底反弹，8月开始CPI有望逐步回升，年内呈现U型走势，未再提及“关注物价走势”和“稳定社会预期”，强调物价水平的基本稳定。报告指出6月和7月的CPI回落是需求恢复时滞和基数效应导致的阶段性现象，近期猪肉价格企稳回升、旅游出行价格上行、国内成品油价格“四连涨”都是回暖的信号，下半年物价还有货币政策刺激、收入-消费渠道修复等利好因素加持。

4. 地产政策调整优化，需求端改善为发力点

本次报告遵循政治局会议对房地产市场供求形势的重新定调，删除“房住不炒”，提出要“适时调整优化房地产政策”，逐步实现平稳健康发展。在政策支持方面，报告强调要落实好“金融16条”、延期保交楼贷款计划、推进租赁住房贷款支持计划试点等，均指向住房的刚性和改善性需求。在政策松绑方面，随着市场矛盾的转变，前期捆绑限制的逐步放开是地产调控的应有之义，当前个人住房贷款利率已达到了历史最低点4.11%，新增房贷利率的调整可能对地产需求提振有限，限购限贷政策调整已箭在弦上，存量房贷利率调整即将到来。

图表1 2023Q2与2023Q1货币政策执行报告主要内容对比

方面	2023Q2 货币政策执行报告	2023Q1 货币政策执行报告
经济形势	当前外部环境复杂严峻，国内经济运行也面临新的困难挑战。从国际看，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升；发达经济体本轮加息对全球金融的累积效应还将持续显现。从国内看，居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难， 部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大 。也要看到，我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。	我国经济社会全面恢复常态化运行， 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期 ，市场需求逐步恢复，长期发展还具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件。也要看到，国内经济内生动力还不强，需求仍然不足；全球经济增长趋缓，通胀仍处高位，主要央行政策紧缩效应显现。
政策基调	稳健的货币政策要精准有力， 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能 ，稳固支持实体经济恢复发展。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。	稳健的货币政策要精准有力， 总量适度、节奏平稳、搞好跨周期调节 ，着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，提升支持实体经济的可持续性。
利率	继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的重要作用， 促进企业融资和居民信贷成本稳中有降 。	继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用， 保持利率水平合理适度 。
结构性货币政策	结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，继续实施好存贷工具， 对结构性矛盾突出领域延续实施期限，必要时还可再创设新工具 。加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。	结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，保持再贷款再贴现工具的稳定性，运用好实施期内的阶段性工具，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。持续发挥政策性开发性金融工具的作用， 增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资 。
通胀	1. 物价有望触底回升，物价涨幅大概率已处于年内低位 。预计8月开始CPI有望逐步回升，全年呈U型走势；PPI同比已于7月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。 2. 当前我国经济没有出现通缩，下半年也不会有通缩风险。中长期看，不存在长期通缩或通胀的基础。 3. 发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用 ，保持物价水平基本稳定。	1. 物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升。 2. 关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期 ，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。 3. 当前我国经济没有出现通缩，通胀保持在温和区间。
风险	1. 统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动中小金融机构改革化险 ，守住不发生系统性金融风险的底线。 2. 持之以恒做好风险化解。	1. 统筹金融支持实体经济与风险防范，强化金融稳定保障体系， 防范境外风险向境内传导 ，守住不发生系统性金融风险的底线。 2. 持之以恒做好风险化解。
信贷	1. 保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 2. 保持货币信贷总量适度、节奏平稳。 3. 灵活开展公开市场操作， 保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行 。	1. 保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 2. 保持货币信贷总量适度、节奏平稳。 3. 灵活开展公开市场操作， 进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性
汇率	坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 综合施策、稳定预期 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定， 坚决防范汇率超调风险 。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
房地产	落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。 延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地 。因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展	牢牢坚持房子是用来住的……推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 。因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业新发展新模式。

资料来源：央行 中证鹏元

二、专栏内容要点提炼

专栏1“合理看待我国商业银行利润水平”：在市场化利率改革深入推进、信贷市场竞争加剧和新冠疫情三重影响下，我国商业银行的盈利能力下降，与不断扩大的资产规模和利润总量相伴的是下行的净息差和资产利润率。对比来看，美、日等发达经济体同样面临盈利能力下降，但是国内银行资本补充渠道受限更多，尤其需要以合理的利润和净息差水平来保持内源资本补充能力，从而满足资本充足率要求，这一方面可以维持自身稳健经营应对可能的经济冲击，另一方面也有利于提升其支持实体经济发展的能力。8月LPR非对称调降或展露央行呵护商业银行净息差的意愿，短端来看，1年期LPR的下降可由挂钩传导至存款利率，长端来看，维持5年期LPR不变寓示存量房贷利率下降空间，合理息差水平需求同样呼唤减轻存款利率负担。

图表2 2011年以来中美商业银行净息差对比，目前相差1.57个百分点



资料来源：Wind, FDIC 中证鹏元

专栏2“金融支持宏观经济回升向好”：今年以来，金融对实体经济支持的可持续性明显提升，总量上信贷融资总量合理增长、价格上实体融资成本稳中有降、多种结构工具发力经济增长模式转变。上半年，粮草先行，M2、社融等增速明显高于名义GDP，宏观政策和金融刺激传导至实体经济会存在一定的时滞，随着经济恢复步入正常轨道，金融数据和经济数据缺口将逐步弥合，逆周期调节和政策储备仍有空间。

图表3 2023Q2货币政策执行报告专栏内容

专栏	内容
合理看待我国商业银行利润水平	我国商业银行资产规模和利润总量逐步扩大，但净息差和资产利润率处下降趋势，由利率市场化改革推进、市场竞争加剧以及新冠疫情影响下单位资产盈利能力下降所致。资本充足率要求下，商业银行需保持合理利润和净息差水平以维持自身稳健经营，这也利于提升其支持实体经济发展能力。
金融支持宏观经济回升向好	今年以来，金融对实体经济支持的可持续性明显提升，总量上信贷和融资总量合理增长；价格上实体经济融资成本稳中有降；结构上运用多种工具支持推动经济增长模式转变。从当前形势看，疫情后经济恢复步入了正常轨道，经济与金融增速间的缺口将逐步弥合。
结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节	工具的创设、延续或退出主要考虑经济运行中较为突出的结构性矛盾和金融机构服务特定金融领域的意愿和能力。今年以来，“进”的方面主要是服务好高质量发展，持续支持普惠金融、绿色低碳、科技创新以及房地产市场平稳运行，实现预期目标的工具稳妥有序退出，实现“缓退坡”，必要时可延期或创设新工具。
人民币汇率在合理均衡水平保持基本稳定	汇率短期不确定性大，进入5月后人民币汇率的贬值压力是受到内外部多重因素影响，长期汇率走势根本上取决于经济基本面。当前人民币汇率没有偏离基本面，会保持双向波动，外部美联储加息接近尾声，内部我国经济长期向好的基本面没有变。下一阶段，央行、外汇局将综合施策、稳定预期，坚决防范汇率超调风险。

资料来源：央行 中证鹏元

专栏3“结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节”：结构性货币政策工具的创设、延续或退出主要考虑经济运行中较为突出的结构性矛盾和金融机构服务特定金融领域的意愿和能力。今年以来，“进”的方面主要是服务好高质量发展，持续支持普惠金融、绿色低碳、科技创新以及房地产市场平稳运行，其中对房地产市场的支持和服务是市场矛盾变化下的适时之举，“退”则是指实现预期目标的阶段工具稳妥有序退出，实现“缓退坡”，对于仍有必要继续支持的领域将延续实施相关工具，必要时还可增设新工具。结构性政策工具将在总量政策的框架内加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。

专栏4“人民币汇率在合理均衡水平上保持稳定”：短期，汇率受到内外部多重因素影响，不确定性较大，5月以来的人民币汇率贬值与美联储加息预期抬头、美国债务上限以及地缘政治风险等推升避险情绪、国内季节性购汇需求扩大有关。但长期汇率走向根本上取决于经济基本面，当前人民币汇率的运行没有偏离基本面，外部来看美联储加息接近尾声，内部来看我国经济运行持续好转，汇率弹性有较为充分的保证。对市场暂时的顺周期、单边行为，

央行、外汇局也有充足的政策储备，必要时将综合施策、稳定预期，坚决防范汇率超调风险。

总体而言，本次货币政策执行报告的核心基调在于“发挥货币政策工具总量结构双重功能”，加大逆周期调节，面对年内“稳增长”的迫切要求，全年经济增速需“保5”，政策走向稳健宽松，量、价、结构方面对实体经济的支持力度都有所加大，人民币汇率的关注度提高。在经济基本面“弱现实+弱预期”双重加持下，债市仍可看多，10年期国债利率有望到2.5%以下，大幅上行的风险比较低。重点关注一线城市房地产政策的放松、地方政府一揽子化债和活跃资本市场等相关举措，预计降准也有望快速落地。



吴进辉

中国矿业大学（北京）应用经济学硕士，现任中证鹏元研究发展部高级研究员，主要从事宏观经济、债券市场信用研究、地方投融资、房地产行业发展、REITs等研究工作。

RATING NEWS

CSCI PENGYUAN

评级动态

一文读懂ESG评级与信用评级的区别与联系——ESG与信用评级系列研究

© 研究发展部 高慧珂

新发展阶段下，随着可持续发展理念的推进，ESG（环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance的缩写）理念逐步深入资本市场，信用评级机构也越来越关注ESG领域。本系列研究报告聚焦ESG与信用评级，本篇作为系列首篇，将分析ESG评级与信用评级的区别和联系。

一、ESG评级与信用评级的区别

ESG评级是ESG投资生态中的一环，其在国外发展早，当前，国外有120多家机构提供ESG评级和研究，许多知名机构（如MSCI，富时罗素、标普、晨星等）都建立了ESG评级业务，拥有经验丰富的分析师和研究人员，他们的ESG评级结果得到了全球投资者的广泛认可和使用。国内ESG评级发展起步于2015年，主流ESG评级机构有中证指数、商道融绿、Wind等，国内ESG评级机构的市场影响力与国外相比有不小差距。

本部分，将从ESG评级与信用评级对比的角度，来剖析ESG评级。ESG评级与信用评级之间的区别主要有以下7个方面：

(1) 面临的监管环境不同。国内信用评级行业发展已有30余年，行业监管规则基本明确。而ESG评级方面，当前，国内外针对ESG评级机构的监管较少。

(2) 评级目标不同。信用评级评价的是发债主体的偿债能力和偿债意愿。ESG评级方面，目标在于衡量企业的

ESG管理能力和风险暴露情况。

(3) 评级对象、信息来源不同。ESG评级的评级对象以上市公司为主，信息来源主要是公开信息（如年度报告、社会责任报告、监管部门的监管信息、媒体报道等）。信用评级的评级对象为发债企业，信息来源不仅包括公开信息，更重要的信息来源是评级机构通过尽职调查，向发债主体收集的一手信息。

(4) 评价指标体系不同。信用评级的评价要素包括宏观经济、行业环境、业务状况、财务状况等。ESG评级的评价指标是E、S、G三维度下的考察因素，如污染物和废弃物排放、员工健康与安全、公司治理结构与运作等等，指标体系庞大，二级指标十几个到几十个不等，三级指标甚至达几百个。

(5) 评级结果呈现方式不同，且ESG评级同一主体结果不一致率高。信用评级的评级结果等级符号有监管部门的统一规定，各机构等级符号序列一致。而在ESG评级领域，没有统一的符号要求，各机构的结果符号不一致，展示的形式也不一致（具体见表1）。ESG评级同一主体结果不一致率高是ESG评级的最典型特征，这个特征同时存在于国内外ESG评级生态中。例如，麻省理工斯隆管理学院的一篇论文显示，6家主要ESG评级机构（Sustainalytics、RobecoSAM、Vigeo Eiris、Asset4、KLD和MSCI）结果之间的相关性平均为0.54，介于0.38和0.71之间；国内市场，

中金研究报告显示，四家评级机构对沪深300成分股ESG评分的平均秩相关系数仅为0.37，介于0.13-0.62之间。不同机构ESG评级结果差异大的主要原因在于，一方面各机构信息收集存在偏差，另一方面各机构评级方法不统一，各类指标权重不一。

(6) 部分机构的ESG评级更注重反映企业在行业内部的排序。ESG因素具有明显的行业特征，例如水资源利用对工业类企业是重要的ESG因素，但是对于金融机构来说，水资源利用就没那么重要了，而网络安全是金融机构的重要ESG因素。基于此，部分ESG评级机构明确其ESG评级结果反映的是一个企业的ESG表现在行业内部的排序（例如国外的MSCI和国内的中证指数等），跨行业并不具备可比性。相比之下，信用评级的评级结果跨行业是更具有可比性的。

(7) 更新频率不同。信用评级结果的更新包括年度跟踪和不定期跟踪。根据监管部门的规定，信用评级结果有效期在一年以上的，应当每年跟踪一次；在评级结果有效期内发生可能影响评级对象偿债能力和偿债意愿的重大事项的，应及时进行不定期跟踪。而对于ESG评级，在没有监管部门的规定下，各机构对ESG评级结果的更新频率不一致，有的机构会对ESG评级结果每日更新，有的机构是月度更新+重大事件及时更新，有的机构是季度更新+重大事件及时调整（具体见表1），但是可以看出，相比信用评级，ESG评级的更新频率更高。

总结来看，ESG评级是基于各类公开信息，依据既定的评级方法，对评级对象（以上市公司为主）的ESG表现（ESG管理能力和风险暴露情况）在行业内部进行排序，并按一定频率对ESG评级结果进行更新。

表1 典型ESG评级机构的方法论比较

ESG评级机构	ESG评级的目标	评级对象	结果呈现方式	等级含义 (以最高等级为例)	更新频率
中证指数	旨在反映财务信息之外的收益和风险因素，揭示ESG因素对公司可持续运营的影响，帮助投资者了解ESG的风险和机遇，并将ESG因素纳入投资决策过程。	A股、港股上市公司	评价结果分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C和D共十档	-	月度+严重ESG争议性事件及时更新
商道融绿	通过衡量公司在ESG方面的管理水平和风险暴露程度，综合评价公司的ESG绩效。	境内上市公司、港股通中的香港上市公司、主要的债券发行主体。	ESG评级总分由ESG主动管理总分和ESG风险暴露总分相加构成。等级分为A+、A、A-、B+、B、B-、C+、C、C-、D共十级。	企业具有优秀的ESG综合管理水平，过去三年几乎未出现ESG风险事件，或仅出现个别轻微风险事件，总体表现稳健。	-
华证	包括ESG评级和ESG尾部风险。ESG评级衡量公司的ESG表现。尾部风险考察财务可信度、违法违规、过度扩张、负面经营事件及股东行为五个方面。	A股、港股上市公司	ESG评级和ESG尾部风险独立呈现。评级给予AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C九档分类；风险给予“低风险、关注、警告和严重警告”四档分类。	-	季度+重大事件临时调整
嘉实	致力于识别公司所面临的ESG风险与机遇。	A股上市公司	0-100分呈现	-	月度+重大事件及时更新
Wind	预见性地评估企业实质性ESG风险及其可持续经营的能力，衡量公司在ESG的承诺与表现，帮助投资者识别投资中的重要风险与机遇。	A股、港股上市公司，公募信用债发债主体	ESG综合得分由管理实践得分和争议事件得分相加构成。等级分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC共7档。	企业管理水平很高，没有ESG风险，可持续发展能力很强	ESG综合得分每日更新，ESG综合得分变动超过1.5分时，ESG等级自动更新。
MSCI	评估公司的ESG风险敞口和风险管	公开披露构成MSCI国家指数（ACWI）的2900多家公司的评估结果。	等级分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC共7档。	公司在重大ESG风险和机遇管理方面的表现领先行业其他公司。	-

数据来源：中证鹏元整理

二、ESG评级与信用评级的联系

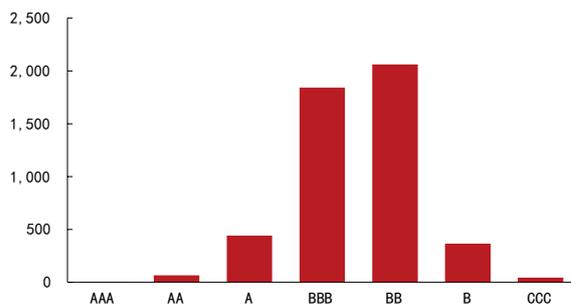
多数研究表明ESG与公司的信用风险有一定的关联，ESG影响信用风险的路径大致可以分为两类：一类是企业ESG管理水平对信用风险的影响，如公司治理机制的薄弱环节（如实控人负面事件的发酵、大股东资金占用等）会加剧企业的债务风险；如果公司能够对资源进行更有效的利用、提供更好的人力资本发展或者拥有更好的创新管理，那么相比其他公司，该公司就会有一定的竞争优势。另一类是重大ESG风险对信用风险的影响，如公司的生产经营依托于自然环境和社会环境，自然环境和社会环境的变化可能会对公司生产经营造成不利影响，例如疫情的爆发，给商贸、餐饮、交通运输、建筑装饰等企业的经营造成了重击，根据中证鹏元的研究报告《2022年上半年跟踪评级调整梳理与展望》，2022年上半年，下调评级主体数最多的行业是建筑装饰行业，原因在于，受疫情防控政策影响，施工现场大面积停工，企业难以取得施工收入，再加之疫情期间，原材料、运输和人力成本均显著上升，企业利润大幅下降，例如美尚生态景观股份有限公司主体级别下调就是此因；再如，当监管部门对环境、能耗、社会责任等因素监管更为严格时，ESG风险因素敞口较大的公司可能就要负担额外的成本，反应到财务上便对公司的盈利和现金流产生负面影响。

根据本文第一部分，ESG评级衡量的正是企业的ESG管理能力和风险暴露情况。既然企业的ESG管理能力和风险暴露情况会对其信用风险产生影响，那么不可否认，ESG评级与信用评级之间是有联系的。但是，ESG因素仅仅是影响信用评级的因素之一，且由于大多数ESG因素对信用风险的影响是长期的、间接的、不显著的（尤其是ESG管理能力对信用风险的影响），再加上信用评级的审慎性原则（重点关注ESG因素的负面影响），所以ESG评级结果和信用评级结果之间并无明显的映射关系，即ESG评级高的

企业，信用评级不一定高；ESG评级低的企业，信用评级不一定低。

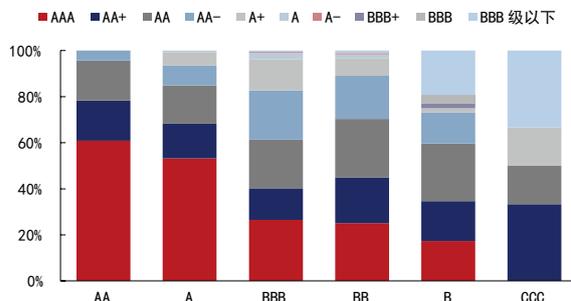
以Wind ESG评级结果为例来看，全部A股上市公司ESG评级主要分布在BBB和BB级。我们选取887家有信用评级的发债上市公司作为样本，来观察ESG评级结果和信用评级结果的对应关系，结果如图2。可以看出，ESG评级较高的（AA、A级）上市公司，其信用评级结果分布广泛，分布在A级~AAA级；ESG评级较低的B级上市公司，信用评级结果分布在CCC级~AAA级，ESG评级最低的CCC级上市公司，信用评级结果分布在C级~AA+级，反映出ESG评级结果的高低与信用评级结果的高低之间相关性不高。但是也可以看出，ESG评级较高的上市公司，获得较高信用评级（AA+级及以上）比例更高，具体看，ESG评级为AA级的，获得AA+级及以上信用评级的比例为78%，ESG评级为A级的，获得AA+级及以上信用评级的比例为68%。

图1 全部A股Wind ESG评级结果分布（截至2023年3月28日）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 样本公司Wind ESG评级结果与信用评级结果的对应



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表2 样本公司Wind ESG评级结果与信用评级结果的详细对应矩阵

信用评级 \ ESG评级	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB级以下
AA	14	4	4	1						
A	67	19	21	11	7	1				
BBB	83	43	66	67	42	9	1	1		1
BB	92	73	93	69	28	6	2			4
B	9	9	13	7	1			1	2	10
CCC		2	1		1					2

资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、ESG与信用评级的融合

基于ESG因素会影响企业的信用风险，近年来，信用评级机构着力于探讨将ESG因素纳入信用评级的机制。

在政策方面，2016年，标志着我国绿色金融体系构建正式启动的、七部委联合发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》中，就提到鼓励信用评级机构在信用评级过程中要评估绿色相关因素对发行人及债项信用等级的影响，并应在评级报告中进行单独披露。此后的政策中也重申了这一内容，这些早期政策文件着重强调绿色信用记

录等“环境”因素对信用评级的影响。随着ESG理念的深入，2020年以来的政策强调将环境、社会和治理三因素统筹考虑到信用评级中。2020年初，在绿色金融改革创新试验区先行试用的《绿色债券信用评级规范（试行）》中，要求将ESG因素带来的潜在风险纳入对绿色债券的考量，在发债主体评级方法的基础上，增加ESG方面的信用评级分析内容，并在评级模型指标体系中体现ESG指标，并鼓励建立针对ESG因素的专门评级模型。2020年12月发布的《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》同样强调了将环境、社会和治理等因素纳入评级方法。

表3 国内关于在信用评级中纳入ESG因素的政策一览

时间	政策文件	具体内容
2016.8.31	人民银行、财政部、国家发改委、环保部、银监会、证监会、保监会等七部委《关于构建绿色金融体系的指导意见》	“鼓励信用评级机构在信用评级过程中专门评估发行人的绿色信用记录、募投项目绿色程度、环境成本对发行人及债项信用等级的影响，并在信用评级报告中进行单独披露。”
2017.3.2	中国证监会《关于支持绿色债券发展的指导意见》	“鼓励信用评级机构在信用评级过程中将发行人的绿色信用记录纳入其信用风险考量，并在信用评级报告中进行专项披露。”
2020年初	人民银行《关于在绿色金融改革创新试验区试行部分绿色金融标准的通知》	在绿色金融改革创新试验区先行试用包括《绿色债券信用评级规范（试行）》在内的四项绿色金融标准。
2020.10.20	生态环境部、国家发改委、人民银行、银保监会、证监会《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》	“鼓励信用评级机构将环境、社会和治理等因素纳入评级方法，以引导资本流向应对气候变化等可持续发展领域。”
2021.2.2	国务院《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	“建立绿色债券评级标准。”

资料来源：中证鹏元整理

实践方面，当前国内评级机构将ESG因素作为指示性信用评分的调整项纳入信用评级，具体逻辑思路为：先在众多的ESG因素中筛选出对信用评级有重要影响的因素，如果经判断这些因素对信用评级产生了实质性影响，则将其作为调整项影响个体信用状况。

需要指出的是，对于信用评级机构而言，尽管ESG评级结果和信用评级结果之间并无明显的对应关系，但是合理利用企业的ESG评级结果，仍有助于识别行业内领先或落后的公司，识别出传统财务分析无法捕捉到的机会或风险。更重要的是，目前，根据审慎性原则，信用评级机构更加重视企业面临的ESG风险，而许多ESG评级机构也重视对企业重点ESG风险的衡量和披露，例如华证的ESG评级体系中，会将ESG尾部风险独立呈现，ESG尾部风险考察财

务可信度、违法违规、过度扩张、负面经营事件及股东行为五个方面，给予“低风险、关注、警告和严重警告”四档分类，这些风险信息的揭示可以应用于信用评级中。此外，ESG评级机构借助人工智能、大数据等科技化手段，对企业的ESG信息动态捕捉，实现对ESG评级结果每日/每月/每季的更新，更高频的更新可以及时地提供有关ESG的相关信息，帮助信用评级机构及时关注ESG风险的影响。



高慧珂

中南大学会计学硕士，中国注册会计师（CPA），现任中证鹏元研究发展部资深研究员、高级董事，主要从事评级理论与实务、债券市场发展及创新、信用风险、绿色债、地方投融资等研究工作。

POLICY ANALYSIS

CSCI PENGYUAN

政策分析

过渡期后，谁会选择企业债？

◎ 研究发展部 史晓姗

一、主要修订内容

2023年9月8日，证监会对《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》(以下简称《24号准则》)进行了修订，向社会公开征求意见。本次修订，主要是推动企业债和公司债协同发展，统一相关政策标准，尤其是关于募投项目和募集资金使用方面。同时，根据近年市场发展情况，完善《管理办法》部分条款，主要是强化对防假打假、募集资金、非市场化发行等方面的监管要求。

《管理办法》修订内容主要有五个方面：一是落实党和国家机构改革部署要求，将企业债券纳入《管理办法》规制范围，促进协同发展。二是强化防假打假要求，压实发行人作为信息披露第一责任人的义务，完善中国证监会及其派出机构、证券交易所开展现场检查的机制。三是强化募集资金监管，进一步完善募集资金信息披露有关要求。四是强化对非市场化发行的监管要求，明确发行人的控股股东、实际控制人不得参与非市场化发行。五是根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》(2023年修订)，不再将主承销商和证券服务机构及其有关人员被立案调查列为应当中止审核注册的情形。

《24号准则》借鉴现行企业债券管理经验，修订内容主要有三个方面：一是强化募投项目合规性要求，债券募集资金投向固定资产投资项目的，需提供募投项目土地、环评、规划等合规合法性文件。二是企业债券募集资金投向固定资产投资项目的，要求发行人提供省级及以上发改部门出具的专项意见。三是压实会计师“看门人”责任，明确部分债券发行人提供会计师出具的发行人最近一年资产清单及相关说明文件的要求。

二、企业债政策的“变”与“不变”

从关于企业债部分的修订情况看，变动主要集中在发行审核和存续期管理方面。未来，企业债依然保留了原有的部分特征：即企业债券保持“资金跟着项目走”等制度安排，发改委保留对于企业债募投项目的审核职责。由此企业债将继续承担地方项目融资的职责，是城投公司的融资选择之一。第一，债券募集资金投向固定资产投资项目的，需提供募投项目土地、环评、规划等合规合法性文件；第二，募集资金投向固定资产投资项目的，要求发行人提供省级及以上发改部门出具的专项意见。为此，在信息披露部分增加对募投项目进展情况的披露要求，同时，明确募投项目情况发生重大变化，可能影响募集资金投入和使用计划，或者导致项目预期运营收益实现存在较大不

确定性时，发行人应当立即将有关该重大事件的情况向中国证监会、证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。第三，保留了原企业债申报文件之一“资产清单”，即明确“由会计师出具的发行人最近一年资产清单及相关说明（如有）”。相比原政策，企业债的申请材料将进一步简化。

与企业债原有政策相比，在注册发行、信息披露、投资者管理等方面或产生一些变化：

第一，一般发行主体要求一致，尚未明确优质主体等支持政策的衔接。从已有政策看，企业债优质主体原有政策和公司债政策存在一定差异，相对来说，公司债政策在财务指标上要求更低，但对申请人近3年的发行历史有要求。此外，企业债“直通车”机制是否会继续也存在不确定性，此机制是为鼓励和支持某个区域的企业债融资而推出。对于县城城镇化专项企业债政策中的试点区域支持政策，或继续保留，或将与公司债现有政策进行融合，强化风险管理的同时实现融资支持。

表1 上交所优质发行人分行业经营财务指标要求

行业分类	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资产报酬率 (%)
批发和零售业、居民服务、修理和其他服务业，租赁和商业服务业，住宿和餐饮业、农林牧渔业，教育，卫生和社会工作，文化、体育和娱乐业	>800	<75	>3
电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业	>1000	<85	>3
建筑业，水利、环境和公共设施管理业，综合	>1200	<85	>3
制造业，采矿业，科学研究和技术型服务业	>1000	<80	>3

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

表2 发改委优质发行人分行业经营财务指标要求

序号	国民经济行业分类	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)
第一类	农林牧渔业；批发和零售业；住宿和餐饮业；租赁和商业服务业；科学研究和技术服务业；居民服务、修理和其他服务业；教育；卫生和社会工作；文化、体育和娱乐业	>1000	不超过所在行业资产负债率重点监管线；为明确重点监管线的，原则上不超过85%	>3
第二类	交通运输、仓储和邮政业；水利、环境和公共设施管理业；电力、热力、燃气及水生产和供应业；综合	>1000		>3
第三类	采矿业；制造业；信息传输、软件和信息技术服务业	>1200		>3
第四类	建筑业；房地产业	>1500		>3

注：1、资产总额、营业收入可按照企业最近一年经审计财务数据或最近三年经审计财务数据的平均数进行计算，取孰高；申报企业原则上应同时满足该两项指标，其中，第一类企业满足资产总额或营业收入指标其一即可；2、资产负债率按照企业最近一年经审计财务数据计算。资产负债率重点监管线按照《中共中央办公厅国务院办公厅关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》要求，由相关部门确定。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

第二，发行效率有望提升，发行更加灵活度。原有企业债以公募发行为主，仅部分符合条件的主体或创新品种可以选择私募发行。而对于发行期限、规模、特殊选择权设置未做明确说明。企业债原有的分期提前还本机制，以

及为匹配固定项目投资的期限设置，或可继续保留。如发行主体可以选择私募发行企业债，对应的发行、存续期管理等机制，将有较大的变化。

第三，募集资金使用限制未做明确要求。即未规定用于项目的募集资金占项目总投资的比例，也未规定募集资金用于项目建设的比例要求。根据原企业债政策，债券募集资金占项目总投资比例不超过70%，绿色债券对债券募集资金占项目总投资比例放宽至80%。同时，原有政策对用于补充流动性的资金占比做了明确限制。此外，企业债原政策，不允许借新还旧，仅在2020-2023年对2020-2021年到期债务实施了特殊政策，允许借新还旧。而公司债市场，对于借新还旧并未做限制。后续，企业债是否允许借新还旧，有待出台相关细则。

第四，资产负债率未做明确要求。根据企业债原有政策，对不同级别主体设定了不同的负债率要求，负债率过高的企业需补充增信措施。对于公司债来说，并未对负债率做明确要求，但在审核时会重点关注债务结构、成本、增速等情况，以及提高相应指标过高主体的信息披露要求，限制其新增融资以及融资规模。整体来看，公司债发

行更加市场化，但同时，交易所也加强了对风险的市场化。后续企业主相关政策或与公司债进行统一。

第五，投资者保护机制将更加完善。原有企业债存续期管理由债权代理人承担，通常由监管银行或主承销商承担，其中，监管银行近年占比在35%-37%左右。现有规定中关于企业债“债权代理人”的职责主要体现在监督债券募集资金流向方面。监督发行人兑付情况、债券违约后代理债券持有人追偿等职责更多规定由主承销商承担。实践中，企业债受托管理协议的内容主要参考公司债受托管理协议进行约定，并未形成统一的制度规范。公司债则明确是债券受托管理人承担存续期管理等职责，由合格机构承担，通常为主承销商。后期，企业债存续期管理机制将与公司债保持一致，在投资者保护力度和规范性方面将有所提升。此外，发改委在企业债风险管理方面发挥重要行政监督作用，而公司债市场更加市场化，后期，企业债风险管理市场化程度也将有所提升。

表3 企业债发行审核政策变动

	《管理办法》《审核重点关注事项》等	原政策
发行主体	<p>一般发行主体要求相同</p> <p>优质主体：</p> <p>(1) 公司生产经营符合国家宏观调控政策和产业政策，市场认可度高、行业地位显著、公司治理完善、信息披露成熟；</p> <p>(2) 经营财务状况稳健，企业规模、资本结构、盈利能力满足相应要求；</p> <p>(3) 融资经验丰富，最近36个月内累计公开发行不少于3期信用类债券，累计发行金额原则上不少于100亿元；</p> <p>(4) 最近3年财务报告未被注册会计师出具非无保留意见的审计报告，或者最近3年内财务报表曾被注册会计师出具保留意见但保留意见所涉及事项的重大影响已经消除；</p> <p>(5) 最近36个月内公司及其所属企业集团、实际控制人无债券或者其他债务违约、延迟支付本息的情形；</p> <p>(6) 公司未受到债券融资限制，且最近36个月内公司未因债券业务违规被实施行政处罚或纪律处分；</p> <p>(7) 本所根据投资者保护需要确定的其他标准。</p>	<p>一般发行主体：</p> <p>企业债券发行人应当具备健全且运行良好的组织机构；最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年的利息；应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量。</p> <p>优质主体：</p> <p>(1) 主体信用等级AAA；</p> <p>(2) 主要经营财务指标因处于行业或区域领先地位；</p> <p>(3) 生产经营符合国家产业政策和宏观调控政策；</p> <p>(4) 最近3年未发生公司信用类债券或其他债务违约，且不存在处于持续状态的延迟支付本息事实；</p> <p>(5) 最近3年无重大违法违规行为，未纳入失信黑名单；</p> <p>(6) 报告期内财务报表未被注册会计师出具否定意见或无法表示意见，如被注册会计师出具保留意见的，保留意见所涉及事项的重大影响已经消除；</p> <p>(7) 其他。</p>

	《管理办法》《审核重点关注事项》等	原政策
审批注册	在5个工作日内作出是否受理的决定，交易所在受理之日起2个月内出具审核意见，证监会自证券交易所受理注册申请文件之日起3个月内作出同意注册或者不予注册的决定。	承诺审核时限不超过30个工作日，自受理后10个工作日内形成反馈意见，自反馈更新后5个工作日内完成审核工作报告。
发行方式	可以公募发行，也可以私募发行。其中，公募发行根据投资者不同分为大公募和小公募（仅专业投资者参与）。	债券一次注册，可分期发行，注册有效期2年，首期发行应在12个月内完成。各期债券发行前，发行人可根据市场情况、自身需求和项目资金回流具体情况，灵活确定各期债券的发行规模。 “直通车”区域发行，无需省发改委出具专项意见，但申报过程应同步向发改委报备。“即报即审”，审核时间由15日缩短到5工作日。
募集资金用途	鼓励公开发行公司债券的募集资金投向符合国家宏观调控政策和产业政策的项目建设； 2022年交易所发布的《审核重点关注事项》，对部分高杠杆、高息融资主体进行发行规模和募集资金用途的限制。	企业进行有偿筹集资金活动，必须通过公开发行公司债券的形式进行。但是，法律和国务院另有规定的除外。对优质主体采取“加快和简化审核”政策，可采用储架发行，可以采用非公开发行方式。 鼓励发行企业债券的募集资金投向符合国家宏观调控政策和产业政策的项目建设； 纯公益性项目不得作为募投项目； 主体信用等级不低于AA，且债项等级不低于AA+的债券，允许企业使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充流动性资金（战略性新兴产业、养老产业、绿色债券、双创等专项债券不超50%，停车场建设、城市地下综合管廊、社会领域产业等专项债仍为不超40%）； 债券募集资金占项目总投资比例不超过70%（绿色债不超80%）；用于调整债务结构的，不受上述比例限制，但企业应提供同意以债还贷的证明； 优质主体，允许不超过50%的债券募集资金用于补充营运资金。
存续期管理	强化受托管理人机制； 压实发行人和中介机构职责； 完善信息披露机制； 明确交易所和证监会职责	债权代理人制度； 发改委每年进行风险债券核查
负债率和增信要求	根据2022年的《审核重点关注事项》，未明确划定负债率标准，但明确以下两种情况，应加强信息披露：（1）报告期内有息债务余额年均增长率超过30%、最近一年末资产负债率超过行业平均水平且速动比率小于1；（2）最近一年末资产负债率、有息债务与净资产比例均超出行业平均水平的30%。 以及针对债务规模结构、成本、期限、增速等方面进行一定限制，但多数未明确划定标准，也并未要求增信。	（1）负债率在65%至80%之间的发债申请企业，在审核时实施“重点关注”；负债率在80%至90%之间的发债企业，原则上必须提供担保措施；负债率超过90%，债务负担沉重，偿债风险较大的企业，不予核准。 （2）特定行业企业负债率水平要求适当放宽； （3）城投类企业和一般生产经营类企业需要提供担保措施的资产负债率要求分别放宽至65%和75%；主体AA+级的，放宽至70%和80%；主体AAA级的，进一步放宽至75%和85%。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、企业债市场展望

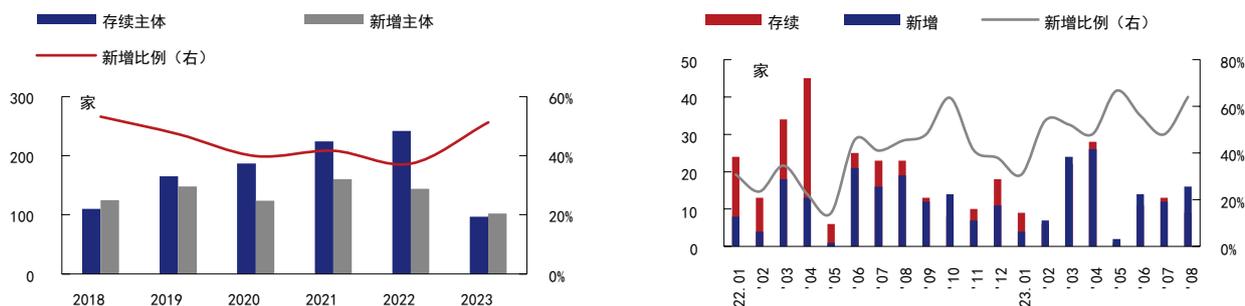
我们维持以往观点，对企业债融资依赖度越高的主体，新政对其影响程度越大，包括融资空间、融资成本、融资品种等方面。具体来说，（1）只有企业债融资而未跨品种融资的主体，其受影响程度要高于存在跨市场融资的主体。差异在于市场认可度及主体级别，未跨市场融资主体，级别相对偏低；（2）在跨品种融资主体中，新政的直接影响大于间接影响，企业债余额占比高（对企业债融资依赖度高）的主体受到的影响要大于企业债余额占比低的

主体，主要是低级别主体企业债余额占比较高，尤其未跨品种融资的低级别主体。整体来看，低级别主体受到的影响最大。

（一）2023 年企业债新增主体数量大幅增长

2023年来，新增企业债主体数量明显增长，截至8月末，新增主体102家，新增比例为51%，高于上年末的37%。分月度看，3月以来新增比例维持在50%及以上，其中8月新增比例为64%。

图1 2023年企业债新增发行主体占比大幅增长



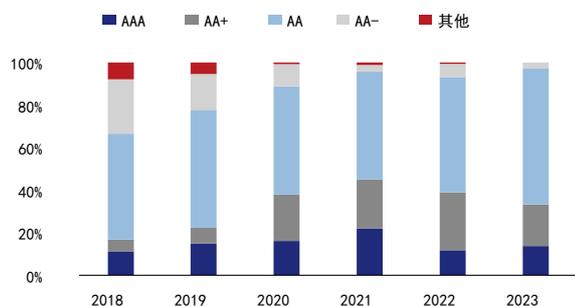
注：数据截至2023年8月31日；是否新增发行人采取上年末存续主体作为判断标准，下同；新增比例=当月新增主体数量/当月发行人总数
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）2023年低级别主体、非跨品种融资主体抓住发行窗口期

分级别看，2023年新增低级别主体明显上升，截至8月末，本年新增AA及以下主体68家，数量占比为67%，高于上年末的60%。

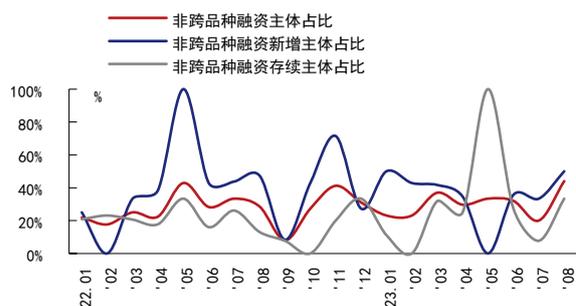
从跨品种融资情况看，2023年非跨品种融资主体58家，占比29%，高于上年末的24%。其中，在新增主体中，非跨品种融资新增主体37家，占比36.3%，上年末为34.7%。分月度看，8月非跨品种融资新增主体有明显上升，为50%。在存续主体中，非跨品种融资主体21家，占比21.6%，上年末为17.8%。

图2 2023年企业债新增低级别主体占比上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2023年非跨品种融资主体占比上升



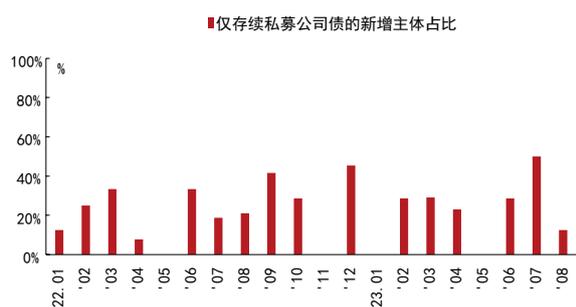
注：非跨品种融资新增（存续）主体占比=当月新增（存续）主体中非跨品种融资主体数量/当月新增（存续）主体数量总数
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）以私募公司债为主的新增主体有所增加，过渡期后融资渠道将有所收紧

以上年末存续债券为基数，2022年企业债发行人中仅存续私募公司债的新增发行人（以下简称“私募融资主体”）30家，占比为20.8%，2023年1-8月新增23家，占比增长至22.5%。2023年出现AAA级私募融资主体首次或重新进入企业债市场，AA+及以上级别主体占比上升4.1个百分点至17.4%。过渡期内，私募融资主体，由于交易所融资政策限制，私募公司债品种发行空间收紧。同时，因为此类主体主要为城投公司，其发行公募公司债受到诸多限制

（例如，城投公司发行小公募有收入结构），从而2022年来部分主体转向企业债市场。过渡期内，私募融资主体或抓住窗口期。过渡期后，由于政策转换，企业债市场化程度有所提升，此类主体的融资渠道将有所收紧，尤其对于低级别主体，企业债作为替代品种的空间也会有所降低。

图4 2022年1月-2023年8月企业债新增主体中仅存续私募公司债的情形有所增加



注：以上年末存续企业债券为基数，占比=仅存续私募公司债的新增主体数量/当月新增主体数量

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）过渡期后，低级别主体的企业债发行成本或有所提升，担保选择面临调整

从级别来看，低级别企业债存续主体，在过渡期后，由于离开发改委的监管背书，即使同样捆绑项目和增加担保，但实际成本或有所抬升（考虑担保费用）。此时，需要衡量担保费用带来的成本降低效果。未来，低级别主体企业债的优势将被削弱。过渡期后，优质主体带项目的企业债，依旧是稳定资产，政策对其融资影响较小；中低等级带专业担保的企业债是较好资产，有一定票息增幅。同时，未来担保选择或出现调整，风险抬升，专业担保公司的担保意愿或有所下降，关联方担保或有所增加，来降低担保费用；低级别主体如果要发行企业债，或依然首先考虑专业担保机构。未来，有区域担保资源的省份或主体，将具有一定优势。

（五）过渡期后，谁会选择企业债

企业债作为中国债券市场发展过程中的特殊品种存在，是地方建设和经济发展中重要的融资渠道。为了适应债券市场高速发展，提高市场化程度和融资规范性，现进行政策调整。从此次修订看，肯定了企业债在地方项目融资的重要性以及资金使用管理制度。后续企业债作为交易所市场的一种融资品种，将更加市场化。

第一，拥有合适项目，需要长期资金。随着城镇化的推进，部分地区建设项目减少，尤其是拥有良好现金流表现的项目。但政策在县域经济发展、绿色金融、科创，以及对地区经济转型、产业升级改造依然给予大力支持，有很大发展空间和投融资需求。因为地方政府专项债等财政资金，重点支持公益性相对较强的领域，对于有一定盈利能力的项目，依然以市场化融资为主。短期，安置房、租赁住房等安居工程项目或继续选择有担保的企业债作为主要融资项目，来保证发行成功和降低利率水平。由于此类项目多有政策支持，是相对稳定的产品；产业园区项目可组合企业债和其他品种，对于绿色项目、科创项目等则结合资金期限选择企业债或公司债等品种。

第二，私募融资规模较大的主体。受限于当前交易所市场融资政策，“发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产的比例达到40%，再次申请非公开发行公司债券的……原则上募集资金应当用于偿还存量公司债券。”，私募融资规模较大的主体或选择企业债作为替代融资。目前，尚未明确企业债能否选择非公开发行，且未明确是否计入上述债券余额，但不论是否计入该指标范围，企业债依然是私募融资规模较大主体的替代选择，但对发行主体财务指标等条件或有所提升，替代空间较之前或有所降低。

第三，过渡期后，非跨品种融资主体对企业债仍有一定需求。一方面是存续企业债的偿还需求，可以通过借新还旧实现债务期限的延长；另一方面，此类主体以低级别为主，跨品种融资或以非公开债券品种为主，面临票面利率的上升，但需要结合担保成本来分析实际成本变动。

第四，拥有担保资源的主体，具有一定发行优势。由上文分析可知，中低级别主体要发行企业债，仍存续一定的增信需求。容易获得担保资源的主体，在发行方式上或选择增信发行企业债，来获取低成本长期资金。

整体来看，企业债，将丰富交易所市场债券品种，政策转换后，市场化程度也将有所提升。除保留“资金跟着项目走”等特征外，同时将交易所市场的基础设施应用在企业债。企业债的发行审批、存续期管理将更加市场化和标准化，其中发行方式、增信方式或出现调整。由于与政府项目挂钩的特征，依然维持项目严格审核，相比没有项目支撑的债券，仍具有一定的吸引力。如果企业债保留

期限较长的特征，依然可作为优质长期资产进行投资。同时，发行灵活度的提升，对应更多元化的分层分类管理和投资者适当性管理，以及更加严格的信息披露要求和监管处罚。发改委继续参与投资项目审核，但在存续期管理、风险退出等方面的职责交与交易所和证监会，管理将更加市场化。对于受影响较大的低级别主体，需衡量担保增信的成本降低效果来选择发行和增信方式。为了使得企业债成为交易所一个市场化的品种，后续有待出台相关政策细则，来明确部分领域支持政策是否继续，同时提高发行审批效率。



史晓姗

对外经济贸易大学金融硕士，现任中证鹏元研究发展部资深研究员，主要从事债券市场发展与政策跟踪、债券违约与处置、地方投融资等研究工作。

内蒙古拉开新一轮特殊再融资债帷幕，事关万亿城投债市场，如何解读？

© 工商企业评级部 游云星 任思博

2023年9月26日，内蒙古自治区政府拟于10月9日发行663.2亿元2023年内蒙古政府再融资一般债券（九期至十一期），三期债券额度分别为274.4亿元、194.4亿元和194.4亿元，其中募集资金投向：根据财政部要求，债券资金纳入一般公共预算管理，募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款（十期和十一期为2018年之前认定的拖

欠款）。这是自724中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，关于特殊再融资债券的正式落地，为地方债问题的缓释注入“强心剂”。那何为特殊再融资债券？本次为何优先偿还拖欠企业账款？本轮特殊再融资债的额度有多少，空间来自哪里？

图1 内蒙古政府再融资一般债券九至十一期信息披露文件

内蒙古自治区财政厅 ᠮᠤᠩᠭᠣᠯᠠᠯᠤᠯᠤᠰ ᠲᠤᠫᠤᠯᠢᠰ	内蒙古自治区财政厅 ᠮᠤᠩᠭᠣᠯᠠᠯᠤᠯᠤᠰ ᠲᠤᠫᠤᠯᠢᠰ	内蒙古自治区财政厅 ᠮᠤᠩᠭᠣᠯᠠᠯᠤᠯᠤᠰ ᠲᠤᠫᠤᠯᠢᠰ																														
2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券（九期）信息披露文件	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券（十期）信息披露文件	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券（十一期）信息披露文件																														
<p>一、债券概况</p> <p>(一)基本情况</p> <p>经国务院批准的总规模内,2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(九期)发行金额为274.4亿元,品种为记账式固定利率附息债券,债券期限为3年期,债券利息按年支付,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息,发行后可按规定在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场上流通。</p> <p>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(九期)概况</p> <table border="1"> <tr><td>债券名称</td><td>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(九期)</td></tr> <tr><td>发行规模(亿元)</td><td>274.4亿元</td></tr> <tr><td>债券期限</td><td>3年期</td></tr> <tr><td>票面利率</td><td>固定利率</td></tr> <tr><td>付息方式</td><td>按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。</td></tr> </table>	债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(九期)	发行规模(亿元)	274.4亿元	债券期限	3年期	票面利率	固定利率	付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。	<p>一、债券概况</p> <p>(一)基本情况</p> <p>经国务院批准的总规模内,2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十期)发行金额为194.4亿元,品种为记账式固定利率附息债券,债券期限为7年期,债券利息按年支付,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息,发行后可按规定在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场上流通。</p> <p>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十期)概况</p> <table border="1"> <tr><td>债券名称</td><td>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十期)</td></tr> <tr><td>发行规模(亿元)</td><td>194.4亿元</td></tr> <tr><td>债券期限</td><td>7年期</td></tr> <tr><td>票面利率</td><td>固定利率</td></tr> <tr><td>付息方式</td><td>按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。</td></tr> </table>	债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十期)	发行规模(亿元)	194.4亿元	债券期限	7年期	票面利率	固定利率	付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。	<p>一、债券概况</p> <p>(一)基本情况</p> <p>经国务院批准的总规模内,2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十一期)发行金额为194.4亿元,品种为记账式固定利率附息债券,债券期限为5年期,债券利息按年支付,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息,发行后可按规定在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场上流通。</p> <p>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十一期)概况</p> <table border="1"> <tr><td>债券名称</td><td>2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十一期)</td></tr> <tr><td>发行规模(亿元)</td><td>194.4亿元</td></tr> <tr><td>债券期限</td><td>5年期</td></tr> <tr><td>票面利率</td><td>固定利率</td></tr> <tr><td>付息方式</td><td>按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。</td></tr> </table>	债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十一期)	发行规模(亿元)	194.4亿元	债券期限	5年期	票面利率	固定利率	付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。
债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(九期)																															
发行规模(亿元)	274.4亿元																															
债券期限	3年期																															
票面利率	固定利率																															
付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。																															
债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十期)																															
发行规模(亿元)	194.4亿元																															
债券期限	7年期																															
票面利率	固定利率																															
付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。																															
债券名称	2023年内蒙古自治区政府再融资一般债券(十一期)																															
发行规模(亿元)	194.4亿元																															
债券期限	5年期																															
票面利率	固定利率																															
付息方式	按年付息,每年10月10日(节假日顺延,下同)支付利息,债券到期一次性偿还本金并支付最后一批利息。																															

资料来源：公开披露文件，中证鹏元整理

一、何为特殊再融资债券？

再融资债券是发行募集资金用于偿还部分到期地方政府债券本金的债券（为偿还到期的一般债券和专项债券本金而发行的地方政府债券，不能直接用于项目建设），是财政部对于债务预算的分类管理方式，即为“借新还旧”债券，和地方政府到期债券对应，不会增加地方政府债务

余额。特殊再融资债属于再融资债的一种，特殊在募集资金用途的变化，由“偿还到期地方政府债券本金”变化成“偿还政府存量债务”，政府存量债务包含了非债券形式的存量政府债务，例如城投平台债务、对企业拖欠款等。特殊再融资债主要用于化解隐性债务，将地方政府隐性债务“显性化”。

从过往经验来看，我国曾有过三轮政府债券置换隐性债务的历程。

第一轮，2015-2018年，发行置换债券全面置换存量政府债务

2014年10月财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法（财预〔2014〕351号）》，全面摸底甄别地方政府截至2014年12月31日尚未清偿完毕的存量债务，明确规定了清理甄别原则，对地方政府存量债务实行限额管理，分门别类纳入全口径预算管理。对甄别为政府应偿还的存量债务，各地区可在2015至2018三年左右的时间申请发行地方政府债券置换，将存量债务变为政府债券、降低利息成本。根据审计署统计数据，2015-2018年，各地置换债券累计发行12.2万亿元。

第二轮，2019年建制县试点

2019年开始通过设立建制县隐性债务化解试点，定向发行置换债进行地方债务置换，主要投向经济相对偏弱地区。第一轮贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省部分县市被纳入建制县隐性债务化解试点区域，累计发行1,579亿元地方政府置换债。

第三轮，2020年12月-2022年6月，特殊再融资债和全域无隐性债务试点

本轮化债主要以特殊再融资债置换地方政府隐性债务。2020年12月-2022年6月，特殊再融资债共计发行约1.12万亿，其中2020年12月-2021年9月，主要用于建制县化债试点扩容（首轮6个省份建制县隐性债务化解试点于2019年启动），总规模为6,128亿元；2021年10月-2022年6月主要用于全域无隐性债务试点，共发行5,000亿特殊再

融资债。特殊再融资债中，北京、广东、上海、安徽、辽宁、贵州发行规模居前，辽宁、贵州等省份属于建制县隐性化解试点；而北上粤则是全域无隐性债特殊试点省市。随着三个试点省、市基本完成隐性债务清零工作，特殊再融资债券结束发行。

近期地方偿债压力加剧，新一轮发行特殊再融资债券置换隐性债务由财政部牵头再次提上议程，预计发行规模约为1.5万亿元人民币、四季度正式落地，可能涉及天津、贵州、云南、陕西、重庆等12个地方债务压力较大的地区。

二、本次为何优先偿还拖欠企业账款？

(1) 高层重视，省级政府要对本地区清欠工作负总责。9月20日国务院常务会议，审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》。会议指出，解决好企业账款拖欠问题，事关企业生产经营和投资预期，事关经济持续回升向好，必须高度重视。省级政府要对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，解开企业之间相互拖欠的“连环套”，央国企企业要带头偿还。要突出实质性清偿，加强政策支持、统筹调度和监督考核，努力做到应清尽清，着力构建长效机制。

(2) 2018年以来内蒙古清欠账款过千亿，债务置换压力较大。2023年2月，内蒙古清欠办负责人表示，2018年清理拖欠民营企业中小企业账款工作专项行动启动四年来，全区累计清偿民营企业中小企业账款1,165.42亿元，总体清偿化解率98.6%。2022年全区新增拖欠中小企业账款共计95.21亿元，截至2022年12月末，已完成清偿化解78.57亿元，剩余账款16.64亿元。此外，近期山西、陕西、辽宁、山东等省份已公布最新的清欠进展，如下表。

表1 部分省份清欠企业账款进展

地区	清欠进展
辽宁	2023年1-8月，全省累计清偿政府机关、国有企业、事业单位违约拖欠各类账款50.38亿元，兑现政府未履行承诺1367条，推动拨付逾期执行款9.79亿元等。
陕西	2022年5月至2023年9月，全省清理机关事业单位和大型企业拖欠中小企业账款36.82亿元。
山西	截至9月1日，已推动解决“新官不理旧账”问题149个，解决“政策不兑现”问题344个，化解“拖欠民营企业账款”87.47亿元。
山东	9月6日，山东省人民政府新闻办公室举行政策例行吹风会，山东表示要切实帮扶民营经济轻装发展。其中，持续强化清欠工作体系，累计为中小企业清偿和化解拖欠账款400亿元。
河南	河南省的2022年审计报告显示，部分地方政府（含所属部门、事业单位）和国有企业等新增拖欠民营企业中小企业账款95.63亿元，市县政府拖欠金额占比83.7%，其中86个市县政府拖欠80.02亿元，14家国有企业拖欠14.94亿元。
甘肃	甘肃省的2022年审计报告显示，2个市县21个已完工政府投资项目拖欠工程款形成政府隐性债务2.36亿元。
河北	河北省的2022年审计报告显示，个别县所属单位拖欠工程款2.37亿元。
吉林	吉林省的2022年审计报告显示，10市县1部门拖欠民营企业和中小企业工程款等约3.94亿元，1市4单位多预留工程质量保证金等约778万元，7市县7单位未及时返还履约保证金等约2834万元。
江苏	江苏省的2022年审计报告显示，12个市562个建设工程和政府采购项目未按合同约定付款，拖欠民营企业中小企业账款16.2亿元。
广东	广东省的2022年审计报告显示14个市的163家单位拖欠中小企业账款3.06亿元；9个市的25家单位未退还违规收取或期限届满的保证金约6571万元；3个市未按要求向企业暂退服务质量保证金约565万元。

资料来源：政府官网，公开资料，中证鹏元整理

在当前经济形势下，清偿企业欠款是市场经济回暖、解决政府债务的重要手段，但在财政收支矛盾加大、地方政府债务压力不断上升的背景下，解决清欠资金来源需要获得更大的外部支持，预计未来其他区域将积极争取特殊再融资债券，来置换符合条件的存量隐性债务，部分或许也将用于清欠企业账款。

三、本轮特殊再融资债的额度有多少，空间来自哪里？

2015年以来，为了防控地方政府债务风险，财政部对纳入预算的地方政府债券采取限额管理。截至2022年末，全国一般债结存限额14,175.3亿元，专项债结存限额11,680.89亿元，两者合计25,856.19亿元，扣除其中未发行的中小银行专项债券限额2,770亿元，相关政策可用理论额

度空间为2.3万亿元左右。根据财新网报道，今年用于置换隐性债务的特殊再融资债发行额度预计为1.5万亿。由于部分高风险省份结存限额空间较小，但其或将更需要化债政策的支持，因此合理推测本轮特殊再融资债券化债，结存限额将有较大比例在各省份之间调配，因此近期各省市第三轮预算调整方案颁布情况值得关注。

具体看内蒙古债务存限额情况，截至2023年9月27日，内蒙古一般债务限额7,393.1亿，一般债务余额6,876.58亿，限额-余额为516.52亿元，本次发行已超过债务上限。因此，预计中央在兼顾地区发展需求以及债务压力情况，对全国各地区的债务进行了统筹调配，推测此次内蒙古拟发行663.2亿元为在其自身额度基础上，又获得了中央1.5万亿元特殊再融资债券的额度分配。

表2 内蒙古近年地方政府债务余额限额情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
地方政府债务余额	9,340	8,901	8,269	7,307	6,535
其中：一般债务余额	6,585	6,375	6,088	5,775	5,402
专项债务余额	2,755	2,526	2,181	1,532	1,133
地方政府债务限额	9,979	9,498	8,954	7,764	6,874
其中：一般债务限额	7,127	6,859	6,533	6,132	5,649
专项债务限额	2,852	2,639	2,421	1,632	1,225

资料来源：政府官网，中证鹏元整理

四、总结

根据市场最新情况，监管部门已初步批复特殊再融资方案及额度，特殊再融资债券年内重启发行势在必行，虽然政策可用额度空间在2.3万亿左右，相比40-60万亿的地方隐性债务体量，可置换比例很小，但对债务压力大、经济财力弱的区域或有四两拨千斤的效果，并且特殊再融资债券并不是唯一的化债手段。各地省市乃至区县应结合当地财力、资源禀赋、行政管理能力等因地制宜的推出操作性较强的化债方案，妥善应对债务到期后的再融资问题，加大时间换空间的力度，拉长期限、降低成本，在控制总量的同时，有效平滑债务压力。

一揽子化债背景下，城投债受到热捧，现阶段城投债的信用风险或边际下降。一方面，可积极关注短久期适当下沉机会，如天津、山东、陕西、湖北、湖南等区域在一揽子化债预期下迎来较大的信用修复空间，部分区域的票

息仍具有性价比。另一方面，可关注东部经济强省以及中部省份部分尾部平台机会，存在一定的挖掘空间。本轮内蒙古的特殊再融资债券首发，无疑为地方债问题的缓释注入“强心剂”，期待接下来各区域的特殊再融资债券陆续登场，拭目以待。



游云星

厦门大学经济学硕士，现任中证鹏元工商企业评级部副总经理、评审委员会委员，擅长信用债分析，对评级理论与实务、城投债、违约案例、公用事业行业等领域均有较为深入的见解。



任思博

南安普顿大学金融硕士，现任中证鹏元工商企业评级分析师，主要从事城投债、公用事业行业产业债信用评级及研究等工作。

“第二支箭”再度扩容增量支持民营企业发债融资

◎ 研究发展部 张琦

2023年8月30日，银行间交易商协会印发《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》（中市协发[2023]146号，以下简称《通知》）从“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条具体措施支持民营企业发债融资。

一、7月19日至今促进民营经济发展政策举措密集出台

7月19日，《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》肯定了民营经济的重要地位和作用，回应了民营企业的重点关切，针对民营企业的痛点难点提出了系列政策举措。7月19日以来，支持民营经济发展的政策举措密集发布，包括促进民间投资、破解民企突出问题、政府诚信履约机制、减税降费、强化法治保障等方面。

表1 7月19日至今促进民营经济发展政策举措

发布日期	政策/会议	主要内容
07-21	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。
07-27	国家发改委《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作、努力调动民间投资积极性的通知》	促进民间投资17条，着力推动民间投资高质量发展。在优化民间投资项目融资支持方面，充分发挥与国家开发银行、中国工商银行、中信银行等7家银行建立的投资联动机制的作用，向有关银行推送了首批715个民间投资的项目。国家发改委要求各省级发展改革委参照上述工作机制，主动与银行、保险等金融机构加强对接，积极帮助民间投资项目解决融资困难。
07-28	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》	聚焦促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围等方面，提出了28条具体措施。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。
07-31	最高人民法院《人民法院依法保护民营企业产权和企业家权益典型案例》	涉及全面贯彻平等保护原则、保护民营企业（家）名誉权、支持构建诚实守信的经营环境、服务创新驱动发展、依法妥善审理困境民营企业案件、司法助力企业合规改革、善意文明执行，进一步提升司法服务质效、护航民营经济健康发展等8大方面11个案例。
07-31	最高人民检察院《关于依法惩治和预防民营企业内部人员侵害民营企业合法权益犯罪、为民营经济发展营造良好法治环境的意见》	要求准确把握《意见》的基本要求、适用的案件范围，以正确理念指导办案工作，与防止以刑事手段插手经济纠纷、涉案企业合规改革等措施一起构建服务民营经济立法化刑事司法保护体系。
08-01	财政部、税务总局《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》	延续了小规模纳税人增值税减免政策至2027年12月31日。
08-03	公安部《公安机关服务保障高质量发展26条措施》	推进户籍制度改革、便利群众办事、便利企业生产经营、严格安全监管等4个方面26条措施。

发布日期	政策/会议	主要内容
08-05	国家发展改革委《关于完善政府诚信履约机制优化民营经济发展环境的通知》	围绕建立违约失信信息源头获取和认定机制、健全失信惩戒和信用修复机制、强化工作落实的政策保障等3个方面提出9条举措。
08-06	国家税务总局《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施、促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》	重点围绕支持中小微企业和个体工商户发展等方面，推出和优化28条措施。
08-30	人民银行：金融支持民营企业发展工作推进会	中国人民银行行长潘功胜明确提出，要持续加大金融资源要素投入，公平公正对待各类所有制企业。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。
08-30	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。
09-04	中央编办正式批复设立民营经济发展局作为国家发展改革委的内设机构	民营经济发展局主要职责：跟踪了解和研判民营经济发展状况，统筹协调、组织拟订促进民营经济发展的政策措施，拟订促进民间投资发展政策；建立与民营企业的常态化沟通交流机制，协调解决民营经济发展重大问题，协调支持民营经济提升国际竞争力。

数据来源：wind，中证鹏元整理

二、《通知》主要内容：

（一）再次提出“第二支箭”扩容增量

2018年年底，央行围绕当时的民营企业座谈会内容，会同有关部门首次提出了“三支箭”政策组合，即信贷支持、民营企业债券融资支持工具、民营企业股权融资工具，拓宽民企融资途径。其中，“第二支箭”民营企业债券融资支持工具，由央行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。2022年11月，针对当时民营房企融资难的问题，交易商协会对“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。

本次《通知》对“第二支箭”进行第二次扩容增量，结合支持科创融资政策和中低等级覆盖度较低等问题，《通知》将科技创新公司以及采用中小企业集合票据的科技公司纳入债券融资工具支持范围，同时也强调覆盖更多中低信用等级民营企业发债主体。

（二）拓宽民营企业“绿色通道”

在现行融资便利措施基础上，交易商协会对民营企业债券发行实行“绿色通道”。一是，在债券从准备注册发行文件阶段到存续期披露等各个环节，设置“预沟通机制”，对民企主体“一对一”服务；二是，支持民企储架式注册发行、注册全流程采用“快速通道”、使用“常发行计划”，拓宽发行时限要求、优化发行金额动态调整机制等措施提升民企债券发行效率和便利；三是，支持民企开展现金要约收购、二级市场收购，促进优化负债结构。

（三）鼓励民营企业发行创新产品

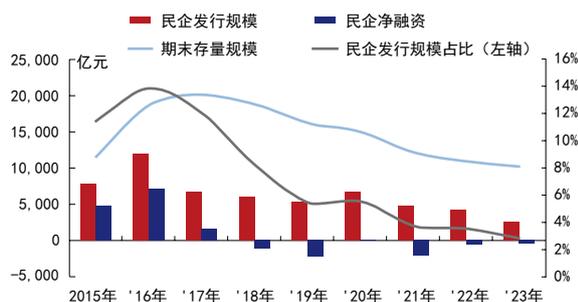
《通知》支持民营企业发行绿色债券、可持续发展挂钩债券、转型债券、科创票据（及混合型科创票据）等创新债券；支持民营企业盘活存量资产，发行资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）、不动产信托资产支持票据（类REITs），资产担保债务融资工具，以知识产权质押贷款、票交所供应链票据等为基础资产的证券化融资。

三、民营企业债券融资困境

（一）多重因素和矛盾影响下，民营企业债券融资不断收窄

当前民营企业融资难、融资贵的问题是多重矛盾问题共同的结果，经济结构调整，经济发展压力加大以及严酷复杂的外部环境下，一些民营企业经营困难、融资能力下降，民营企业对未来信心不足导致投资意愿下降，加上民营企业相对较高违约率等自身问题加大债券投资机构对民企债券避险情绪，加剧了民营企业债券融资困难，导致民企债券从2018年起净融资常年为负，存量规模逐年下降。民企债券发行规模占比从2016年峰值13.88%逐年降低，至2023年1-8月份该占比仅为2.79%，存量规模由2017年末的约2万亿元，降至2023年8月末仅1.01万亿元。

图1 2015-2023年8月民营企业信用债融资情况

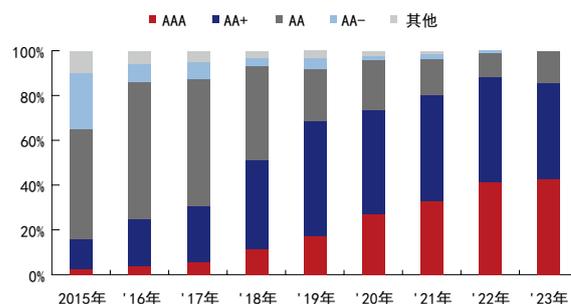


注：1.信用债包括企业债、公募公司债、私募公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债；2. 2023年数据截止2023年8月31日。数据来源：wind，中证鹏元整理

（二）民企债券融资分化，中低等级民企主体融资难加剧

债券投资机构对民企债避险情绪加重加大民企债券融资分化，民企债主体级别进一步向AAA级和AA+级集中，AA级主体逐渐退出债券市场。发行民企债中，AA级（含）以下发行主体占比从2016年的76%下降至2023年1-8月份的15%，发行规模占比有45%下降至2%，且最近3年，AA-级（含）以下发行主体占比已不足5%。

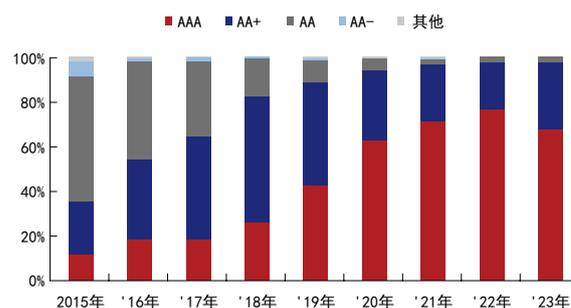
图2 2015-2023年8月民企信用债主体信用级别分布（按主体）



注：1.不包括可转债、可交换债；2.按主体家数统计，剔除重复发行人；3. 2023年数据截止2023年8月31日。

数据来源：wind，中证鹏元整理

图3 2015-2023年8月民企信用债主体信用级别分布（按规模）



注：1.不包括可转债、可交换债；2.按发行规模统计；3. 2023年数据截止2023年8月31日。

数据来源：wind，中证鹏元整理

四、“第二支箭”银行间市场支持情况

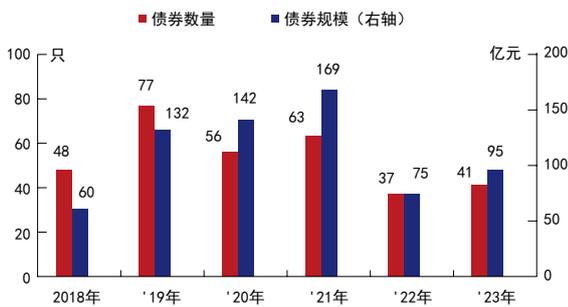
民营企业“三支箭”组合政策实施以来，一定程度上减缓了民营企业融资收缩的局面，其中“第二支箭”民营企业债券融资支持工具有效缓解2018年的股权质押风险，以及2022年以来部分民营房企的融资困境。“第二支箭”主要包括两类工具，一是信用衍生工具，包括信用缓释工具（CRMW和CRMA）、信用联结票据（CLN）、信用违约互换（CDS）等；二是，担保增信、交易型增信等增信措施等。就目前工具使用情况而言，民营债券支持工具以挂钩单一债券的信用缓释凭证（CRMW）和担保增信为主要方式，CLN规模人小，CDS交易清淡。

（一）银行间 CRMW 支持情况

2018年9月-2023年9月4日，银行间市场共创设CRMW共717单，标的债券发行规模1,669.88亿元。其中，民营企业债券322只，占比44.91%，标的债券发行规模671.90亿元，占比40.24%。从已创设CRMW情况来看，目前存在依赖政策助推、对民企债券覆盖程度逐年降低，尤其是对中低信用等级民企覆盖度偏低，以及民营企业的保护费相对较高等问题。

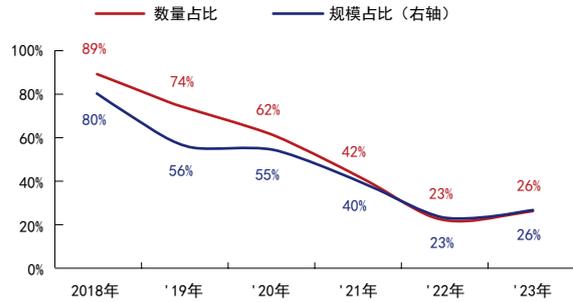
其一，存在依赖政策助推、对民企债券覆盖程度逐年降低。在2018年“三支箭”政策组合推出初期，CRMW对民营企业债券融资的支持效果明显，此后CRMW参考债券中民企债券的占比逐年降低，民企债券的数量占比由2018年的88.9%降低2022年22.6%，民企债券的规模占比由79.9%降至23.3%。受“第二支箭”扩容推动，2023年较2022年略有回升，覆盖民企债券的数量和规模占比分别为26.5%、26.4%。

图4 2018年9月以来银行间市场CRMW支持民企债券情况



注：数据截止2023年9月4日。
数据来源：wind，中证鹏元整理

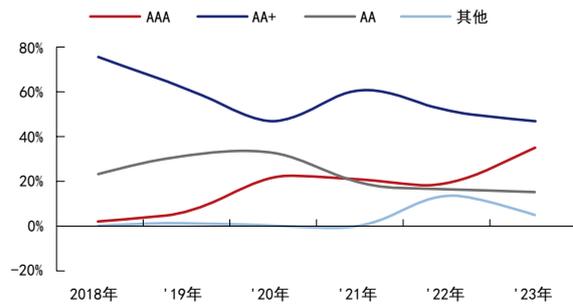
图5 2018年9月以来银行间市场CRMW支持民企债券比例



注：数据截止2023年9月4日。
数据来源：wind，中证鹏元整理

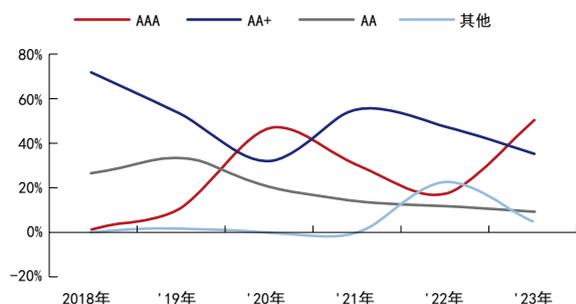
其二，对中低信用等级民企覆盖度偏低，2021年之后表现较为明显。从CRMW支持的民企实体主体级别分布看，在2020年以前，AA级主体数量和支持债券规模占比均在20%以上，2021年之后下降，至2023年，AA级主体数量占比仅14.6%，支持债券规模9.5%。

图6 2018年9月以来银行间CRMW支持民企债券主体信用级别分布



注：1.按参考债券数量统计；2.数据截止2023年9月4日。
数据来源：wind，中证鹏元整理

图7 2018年9月以来银行间CRMW支持民企债券主体信用级别分布



注：1.按参考债券发行规模统计；2.数据截止2023年9月4日。
数据来源：wind，中证鹏元整理

其三，部分民营企业的保护费整体相对较高。从整体而言，信用债券的CRMW平均保护费率1.75%/年。其中，民营企业债券的平均保护费率1.65%/年，主要是由于AAA民企占比较高，且收费较低导致的。目前，民企保护费率表现出AAA级低于地方国有企业，但AA+和AA级大多数时候高于地方国有企业。

表2 银行间市场CRMW支持参考实体保护费率比较（单位：%）

企业类型	主体	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	总体
民营企业	AAA	0.20	0.48	0.59	0.54	2.20	1.26	1.02
	AA+	1.25	1.49	1.56	1.68	2.49	2.44	1.69
	AA	1.87	2.27	2.43	1.43	1.84	1.21	2.00
	总体	1.35	1.64	1.69	1.43	2.29	1.83	1.65
地方国有企业	AAA	-	2.10	-	2.08	2.37	2.34	2.29
	AA+	-	1.31	1.18	1.46	1.98	1.73	1.73
	AA	-	1.26	1.32	2.02	2.09	2.05	2.00
	总体	-	1.36	1.27	1.92	2.07	1.95	1.93
费用差额（民企-地方国企）	AAA	-	-1.62	-	-1.55	-0.17	-1.08	-1.28
	AA+	-	0.17	0.38	0.22	0.51	0.72	-0.04
	AA	-	1.00	1.11	-0.59	-0.25	-0.85	0.00
	总体	-	0.28	0.43	-0.49	0.22	-0.12	-0.28

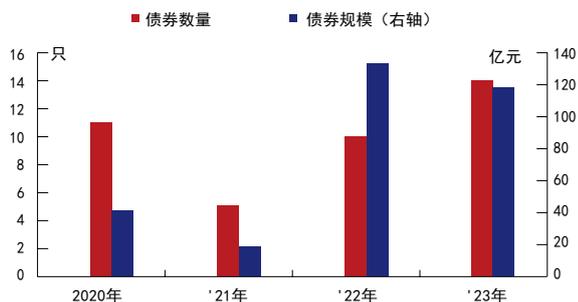
数据来源：wind，中证鹏元整理

（二）中债增信公司担保支持情况

担保增信是“第二支箭”重要支持方式之一，银行间债券市场方面主要由中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增信”）提供增信担保支持。截止2023年8月末，由中债增信担保民企债券共40只，债券发行规模311.00亿元，相对于CRMW的支持规模，相对有限；2022年11月，交易商协会将民营房地产企业纳入“第二支箭”支持范围

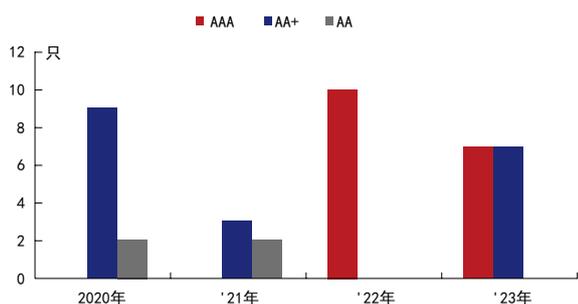
之后，中债增信担保的民企债券数量明显提升，主要为民营地产债，至2023年8月，由中债增信担保的民营地产债17只，债券发行规模178.50亿元。但中债增信对民企债的增信也存在低等级覆盖度较低的情况。担保的债券中，AAA级主体债券17只、AA+级主体债券19只，合计占比90%，AA级主体债券仅4只，且均为2021年之前发行债券，近两年担保AA+级主体债券也有所减少。

图8 2020年以来中债增信对民企债担保情况



注：1.数据截止2023年8月31日，其中2018-2019年无担保对象。
数据来源：wind，中证鹏元整理

图9 2020年以来中债增信担保民企债主体等级分布



注：1.数据截止2023年8月31日，其中2018-2019年无担保对象；2.按债券数量统计。
数据来源：wind，中证鹏元整理

五、政策展望

（一）“第二支箭”是支持民营企业债券融资的主要抓手

一方面，当前民营企业债券融资难，民企信用不足是其中一个重要原因，“第二支箭”融资支持工具为民企提供有力增信支持，缓解投资机构对民企信用的顾虑。另一方面，“第二支箭”政策促进降低受支持融资企业综合融资成本。如，今年中债增信创设的AAA级民营房企CRMW费

率为0.79%/年，而去年5月份创设的CRMW费率为3.20%/年，此外，也低于今年商业银行创设的民营房企CRMW费率。

（二）民营房企和科创领域是重点支持对象

房地产是民企债券的主要行业，在其融资受限之前，发行规模占比可达20%以上。受房企违约影响，部分优质民营房企暂时出现融资困难。2022年11月，“第二支箭”将民营房企纳入其中，截止目前，已支持的发债规模仍较小，因此，优质民营房企仍将持续重点支持。科技创新是金融支持重要领域。近日，国务院常务会议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》；央行副行长刘国强指出，央行等金融管理部门将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。7月，交易商协会创新推出股债混合型科创票据，贴合科创企业特色，围绕条款和增信方式进行创新，注重股债联动，既满足不同阶段的融资需求又提升债券投资者的积极性。

就当前阶段民企融资环境下，很难完全依靠市场机制去改善其债券融资问题，更需要金融、财税等部门持续强化和推进支持政策，充分发挥政策合力作用，以及充分利用政策工具促进融资成本降低。此外，还应进一步调动投资机构、中介机构的积极性，建立长效的民营企业融资机制。



张琦

对外经济贸易大学金融硕士，现任中证鹏元研究发展部资深研究员，主要从事债券市场发展与政策跟踪、信用评级理论与实务、地方投融资等研究工作。

Bond Market Analysis

CSCI PENGYUAN

债市分析

2023年三季度我国信用债市场分析与展望

© 研究发展部 史晓姗 张琦 吴进辉 李席丰

一、2023年三季度信用债市场回顾

(一) 2023年前三季度宏观经济形势回顾

1. 国内经济持续恢复向好，前三季度GDP同比增长5.2%，三季度同比增长4.9%；整体就业形势稳定，通胀触底回升

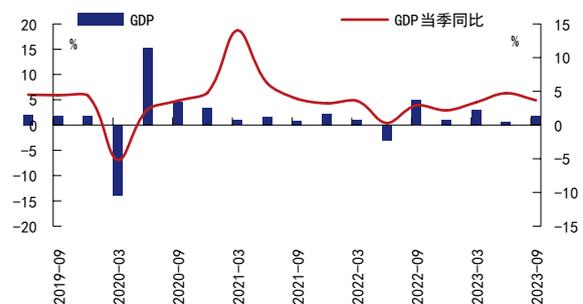
2023年前三季度，我国国内生产总值GDP为913,027亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%，较上半年增速下降0.3个百分点，其中一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%。分产业来看，第一产业增加值56,374亿元，增长4.2%，拉动经济增长0.3个百分点；第二产业增加值353,660亿元，增长4.6%，拉动经济增长2.0个百分点；第三产业增加值502,993亿元，增长5.2%，拉动经济增长2.9个百分点。三次产业增加值占GDP的比重分别为6.2%、38.7%和55.1%，较2022年同期分别变化-0.1个百分点、-1.3个百分点和1.4个百分点。随着各地复工复产以及稳增长政策靠前发力，一季度我国经济在内外复杂形势下企稳回升，复苏进程取得良好开局。二季度经济增长动能环比走弱，但在低基数下，二季度GDP同比增长6.3%。三季度稳增长政策陆续出台，经济恢复向好总体回升的态势更趋明显。

前三季度就业形势整体稳定，三季度就业形势有所好转。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。三季

度全国城镇调查失业率均值为5.2%，和二季度近似持平。其中，7月城镇调查失业率为5.3%，较6月小幅上升0.1个百分点，8月和9月就业形势逐步好转，城镇调查失业率下降到5.0%。

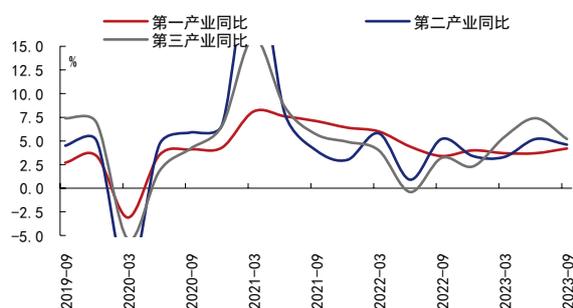
前三季度CPI同比上涨0.4%，PPI同比下降3.1%。前三季度CPI同比增速先降后升，7月份触及年内低点，其中7月-9月分别录得-0.3%、0.1%和0.0%，总体保持偏弱运行；同期PPI当月同比也是先降后升，6月份触及年内低点，其中7月-9月分别录得-4.4%、-3.0%和-2.5%，PPI-CPI剪刀差倒挂幅度有所收窄。总体来说，前三季度CPI同比增速较低主要受到供应充足、需求较弱以及同期高基数等因素的影响，而PPI同比增速在去年高基数下降、部分行业需求回暖和国际原油价格上行等因素的影响下触底反弹。

图1 GDP当季同比和季调环比增速



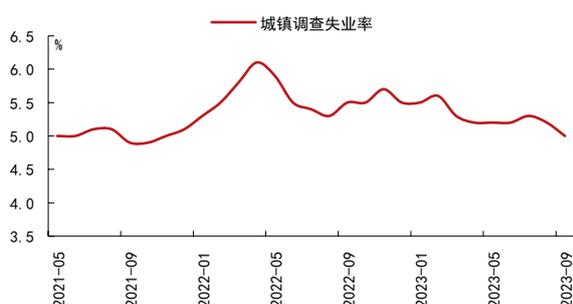
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图2 各产业GDP当季同比增速



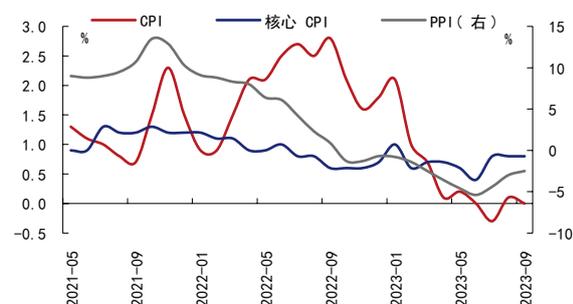
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图3 就业增速情况



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图4 CPI和PPI当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

2. 供给端，工业生产逐步恢复，服务业明显回升；需求端，基建投资和制造业投资保持韧性，房地产投资低位运行，消费改善，出口承压

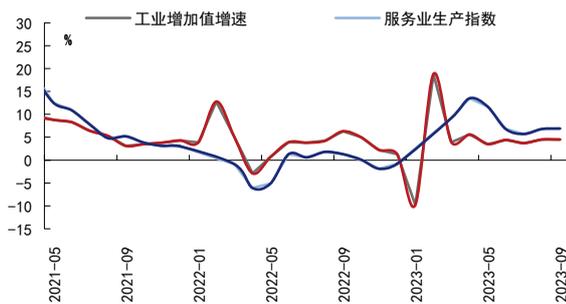
2023年前三季度我国工业生产和服务业稳步修复；固定资产投资平稳增长，其中，基建投资增速有所回落，制造业投资增速小幅回升，均保持较高韧性，是固定资产投资增速上升的主要拉动力；房地产投资在底部徘徊，未见明显改善；消费在基数效应和场景恢复等因素下震荡回升；出口增速为负，三季度有所回暖。2023年上半年，国内经济在冲击后逐步恢复，经济运行步入正常轨道，在二季度经济动能环比走弱，经济增速在基数效应下同比保持较高增长。三季度经济明显改善，积极因素逐步增多。

供给端来看，2023年三季度，全国规模以上工业增加值全年同比增长4.0%，增速比2023年上半年上升0.2个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长1.7%，制造业增长4.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%。分月份看，三季度全国规模以上工业增加值增速走势平稳，单月分别上涨3.7%、4.5%和4.5%。前三季度，服务业增加值同比增长6.0%，较上半年下降0.4个百分点。三季度服务业生产指数同比增速保持在高位，单月分别上涨5.7%、6.8%和6.9%。

固定资产投资方面，2023年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）375,035亿元，同比增长3.1%，增速较2023年上半年下降0.7个百分点。分项中，前三季度基础设施投资同比增长6.2%，较上半年增速下降1.0个百分点；制造业投资同比增长6.2%，较上半年增速上升0.2个百分点，其中高技术制造业同比增长11.3%；房地产开发投资同比下降9.1%，跌幅较上半年扩大1.2个百分点，其中全国商品房销售面积同比下降7.5%，商品房销售额同比下降4.6%，房地产行业仍处调整阶段。9月份，固定资产投资（不含农户）环比增长0.15%。制造业投资小幅回升，基建投资继续放缓，但均保持较高增速，支撑固定资产投资增长，房地产投资还在低位徘徊。

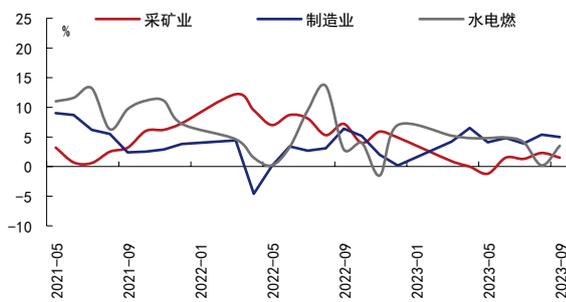
消费方面，2023年前三季度，社会消费品零售总额342,107亿元，同比增长6.8%，增速较2023年上半年增速下降1.4个百分点。分类型看，商品零售305,002亿元，增长5.5%；餐饮收入37,105亿元，增长18.7%。一季度，线下消费场景陆续恢复，居民消费需求释放，餐饮收入快速增长。二季度消费温和修复，单月季调环比增速平稳波动，同比增速在基数效应下先触顶后趋势回落。三季度居民消费意愿边际修复，暑期出行拉动下社零增速稳步回升。具体看，7月份社会消费品零售总额同比上升2.5%，为年内同比增速低点；8月份增速上升至4.6%；9月份继续上升，同比增长5.5%，季调环比增长0.02%。

图5 供给端：工业增加值和服务业当月同比增速



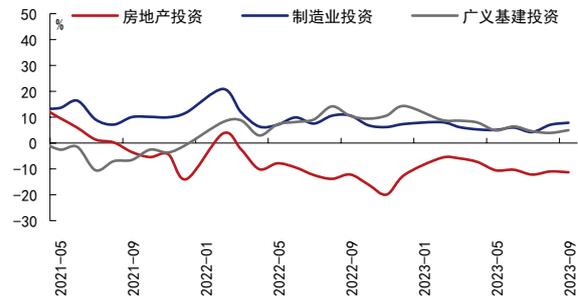
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图6 供给端：部分重点行业工业增加值当月同比



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图7 需求端：投资当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图8 需求端：消费和出口当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

贸易方面，按美元计价，前三季度我国进出口总值4.41万亿美元，下降6.4%。其中，出口2.52万亿美元，下降5.7%；进口1.89万亿美元，下降7.5%。7月出口同比下降14.3%，8月跌幅收窄，同比下降8.7%，9月跌幅继续收窄至6.2%，9月贸易顺差从去年同期的826.76亿美元下降至778.31亿美元。2023年前三季度，在欧美等发达经济体需求放缓和产业链转移等因素下，我国出口同比增速转负，但三季度出口降幅有所收窄，其中新兴国家对我国出口的拉动作用持续增强。分国别来看，前三季度对俄罗斯和非洲的出口同比增速分别为56.9%和9.0%，对美国、欧盟的出口同比增速分别为-16.4%和-10.6%。

3. 稳健的货币政策精准有力，社融和信贷增长强劲，加大逆周期调节力度，着力扩内需

前三季度，央行坚持稳中求进的总基调，稳健的货币政策精准有力，尤其是8月以来加大逆周期调节力度，着力扩大内需，有效提振信心，推动经济平稳运行。总体看，央行在总量上保持流动性合理充裕，通过两次降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降，加大对经济的支持力度；在结构上延续实施碳减排支持工具等货币政策工具，增加支农支小再贷款、再贴现额度，同时持续优化信贷结构，支持民企、房地产等重点领域，增强经济发展动能。

具体来看，一是保持总量合理较快增长，央行年内两次降准分别释放长期资金超过5000亿元，并通过中期借贷便利超额续作，来弥补降准、缴税和专项债发行等形成的资金缺口，同时继续支持金融机构加强信贷投放力度。前三季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加19.75万亿元，同比多增1.58万亿元；社会融资规模增量29.33万亿元，比上年同期多1.41亿元。9月末，社会融资规模余额为372.5万亿元，同比增长9%。二是发挥利率政策作用，稳步有效激发市场需求。央行在6月和8月分别降息，同时国有商业银行和股份制商业银行根据市场变化再次主动下调部分期限存款利率，共同推动银行负债成本和实体经济融资成本稳中有降。三是用好结构性货币政策工具，加大对普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱领域的支持。同时调整优化房地产金融政策，需求端推出降首付比、降二套房利率下限、降存量房利率等政策，供给端抓好“金融16条”落实，加大城中村改造、平急两用基础设施、保障房等金融支持。四是应对人民币汇率贬值压力。通过下调外汇存款准备金率、召开外汇市场自律机制专题会议、增发香港央票等措施稳定市场预期，坚决防范汇率超调风险。

4. 积极的财政政策加力提效，专项债靠前发力，完善税费优惠政策，重启发行特殊再融资债券

2023年1-8月，全国一般公共预算收入151,796亿元，同比增长10%；全国一般公共预算支出171,382亿元，同比增长3.8%，支出强度保持稳定，其中社会保障和就业支出累计同比增速为8.1%，在支出分项中增速最高。政府工作报告中将财政赤字率拟按3%安排，较去年同期上涨0.2个百分点；新增专项债券3.8万亿元，较去年同期增加0.15万亿。财政赤字率和新增专项债券规模有提升，但是提升力度并不很大，和前期“适度加大扩张力度”的基调一致。专项债靠前发力，一季度发行加快，二季度发行节奏放缓，三季度再次加快发行。三季度末，新增专项债发行3.45万亿元，占新增专项债额度的90%，其中9月新增专项债发行3,569亿元，发行节奏较快，但不及8月发行规模。另外，财政政策持续提升政策效能，延续和优化了部分税收优惠政策，增加政策的精准性针对性，尤其是对中小微企业和个体工商户的政策。财政部发布减免小规模纳税人增值税的政策，来帮助中小微企业、个体工商户等困难较大的市场主体；阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策实施期限延长至2024年底；推出支持居民换购住房有关个人所得税政策、全年一次性奖金个人所得税政策、提高个人所得税有关专项附加扣除标准等政策；同时加大对产业的税费优惠政策，包括对于购置期在2023年的新能源汽车继续免征车辆购置税、延续对充填开采置换出来的煤炭征收资源税、延续多项支持科技创新的税收优惠政策，要求提高新能源汽车税收政策的精准性和有效性等等。在防风险领域，中央推出一揽子化债方案，缓解地方政府财政收支压力，重新启动发行特殊再融资债来降低债务压力。

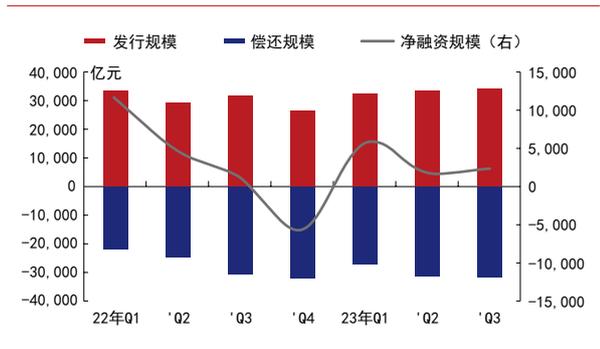
(二) 2023年三季度信用债市场发行分析

1. 2023年三季度信用债发行规模略下降，净融资同比下降过半

2023年三季度，我国非金融企业债券共发行4,145只，同比增长19.6%、环比增长7.2%；发行规模33,995.08亿元，同比增长6.8%，环比增长1.0%；其中，7-9月份的发行规模分别为10,616.55亿元、13,758.44亿元、9,620.09亿元。非金融企业债券净融资规模共2,399.88亿元，同比增长87.6%，环比增长29.1%。

综合前三季度，非金融企业债券共发行11,817只，累计同比增长15.1%，发行规模10.03万亿元，累计同比增长5.7%，净融资9,966.38亿元，累计同比下降44.0%。

图9 2022年1月-2023年9月份非金融企业债券市场季度发行与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2. 私募公司债和定向工具发行规模同比大幅增长，企业债券降幅较大

2023年三季度，交易所公司债券和银行间市场品种发行规模同比增长，企业债券发行规模同比下降。交易所市场主要表现为私募公司债券发行规模大增，其发行规模6,716.62亿元，同比增长35.9%；公募公司债券发行规模4,128.64亿元，同比增长7.8%。银行间市场短融发行规模同比下降，其他券种表现增长。其中，短期融资券发行规模11,333.31亿元，同比下降6.7%；中期票据发行规模8,787.22亿元，同比增长12.6%；定向工具发行规模1,974.01亿元，同比增长28.4%。企业债券发行规模512.30亿元，同比下降47.7%。

综合前三季度，交易所公募公司债发行10,985.04亿元，累计同比下降5.2%，私募公司债发行18,929.01亿元，累计同比增长53.6%。银行间市场短期融资券发行22,344.69亿元，累计同比增长2.0%；中期票据发行38,525.20亿元，累计同比增长0.6%；定向工具发行6,195.63亿元，累计同比增长10.3%。企业债券发行1,858.80亿元，累计同比下降40.9%。

表1 2023年三季度非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2023年三季度数量 (只)	2022年三季度数量 (只)	同比	2023年三季度规模 (亿元)	2022年三季度规模 (亿元)	同比
企业债券	71	130	-45.38%	512.30	978.73	-47.66%
交易所市场	1,437	1,113	29.11%	11,388.25	9,369.31	21.55%
公募公司债券	393	385	2.08%	4,128.64	3,831.62	7.75%
私募公司债券	984	672	46.43%	6,716.62	4,941.02	35.94%
可转换债券	53	44	20.45%	489.21	488.58	0.13%
可交换债券	7	12	-41.67%	53.78	108.09	-50.25%
银行间市场	2,637	2,224	18.57%	22,094.53	21,496.45	2.78%
中期票据	1,317	1,239	6.30%	11,333.31	12,151.67	-6.73%
短期融资券	985	726	35.67%	8,787.22	7,806.91	12.56%
定向工具	335	259	29.34%	1,974.01	1,537.87	28.36%
汇总	4,145	3,467	19.56%	33,995.08	31,844.49	6.75%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表2 2023年前三季度季度非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2023年前三季度数量 (只)	2022年前三季度数量 (只)	同比	2023年前三季度规模 (亿元)	2022年前三季度规模 (亿元)	同比
企业债券	251	410	-38.78%	1,858.80	3,145.50	-40.91%
交易所市场	3,928	2,919	34.57%	31,379.08	25,956.44	20.89%
公募公司债券	1,027	1,101	-6.72%	10,985.04	11,589.09	-5.21%
私募公司债券	2,770	1,690	63.91%	18,929.01	12,327.88	53.55%
可转换债券	111	104	6.73%	1,200.11	1,664.14	-27.88%
可交换债券	20	24	-16.67%	264.92	375.32	-29.41%
银行间市场	7,638	6,934	10.15%	67,065.52	65,801.07	1.92%
中期票据	2,447	2,152	13.71%	22,344.69	21,901.24	2.02%
短期融资券	4,178	3,885	7.54%	38,525.20	38,280.28	0.64%
定向工具	1,013	897	12.93%	6,195.63	5,619.55	10.25%
汇总	11,817	10,263	15.14%	100,303.40	94,903.01	5.69%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

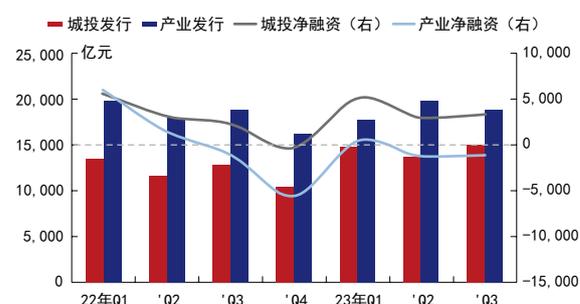
3. 三季度城投债券仍是新增融资主力，产业债仍为净偿还

三季度城投债券仍是融资主力。三季度，城投债发行规模15,047.46亿元，同比增长16.7%，环比增长8.7%，占信用债总发行规模比例为44.3%；城投债净融资规模3,396.70亿元，同比增长45.7%，环比增长12.7%，占信用债总净融资比例为141.5%。城投债分区域看，20个地区净融资、11个地区净偿还。净融资地区以山东、江苏、河南、浙江、重庆的规模位于前五位，净融资规模分别为557.07亿元、391.57亿元、381.40亿元、346.95亿元、320.63亿元；净偿还地区以广西、贵州、吉林、甘肃的规模较大，分别净偿还51.37亿元、42.62亿元、29.53亿元、12.50亿元。

产业债仍为净偿还。三季度，产业债发行规模18,947.62亿元，同比持平，环比下降4.4%，净偿还996.82亿元，与去年同期持平，但较二季度的净偿还规模收窄13.7%。分行业看，17个行业为净融资，11个行业为净偿还。净融资产业中，建筑装饰、电气设备、钢铁等行业的

规模相对较大，净融资规模分别为702.52亿元、144.26亿元、107.63亿元；净偿还以公用事业、采掘、商业贸易等行业的规模较大，净偿还规模分别1,347.04亿元、420.04亿元、200.57亿元；此外，房地产行业本季度净偿还102.05亿元。

图10 2022年1月-2023年9月份城投债与产业债季度发行规模与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

4. 民营企业发行规模下降，净融资持续为负

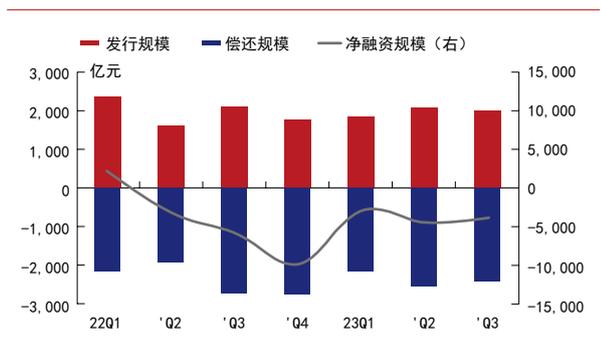
从企业性质看，2023年三季度民营企业¹信用债共发行

1 民营企业根据Wind统计口径为，非国有企业，即国有企业、地方国有企业、中央国有企业以外的企业类型。

规模2,015.88亿元，同比下降5.4%，环比下降3.2%；净偿还375.45亿元，已连续六个季度呈现净偿还。其中，民营企业可转债为净融资449.21亿元，其它品种仍保持净偿还规模，普通债券品种共净偿还804.95亿元，其中公募公司债为主要净偿还品种，净偿还规模490.06亿元，民营企业的融资需求仍弱。

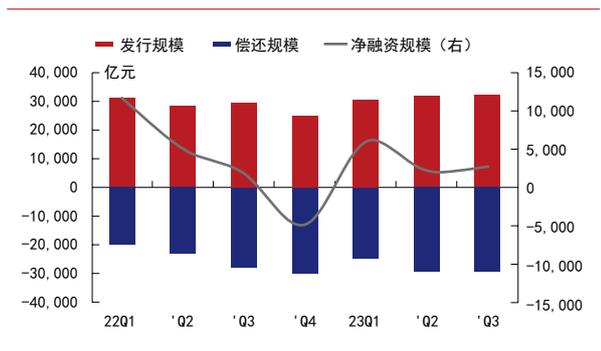
三季度，国有企业信用债发行规模31,979.21亿元，同比增长7.6%、环比增长1.3%；净融资规模2,775.34亿元，同比增长45.9%，环比增长21.5%。

图11 2022年-2023年三季度民营企业净融资情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图12 2022年-2023年三季度国有企业净融资情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

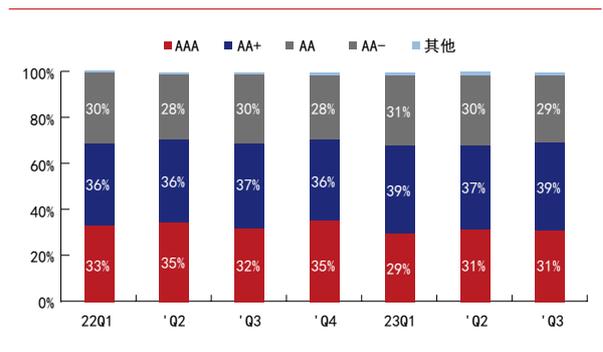
5. 三季度信用债发行主体信用重心环比上升，民企主

体AAA级占比上升²

2 级别分布仅涉及企业债、公募公司债、私募公司债、短期融资券、中期票据、定向工具中，有级别信息的发行人。

2023年三季度，AA+及以上发行人占比69.3%，较上季度上升1.1个百分点，信用债发行主体信用重心环比上升。分企业类型看，国有企业方面，AA+级以上主体占比68.6%，较上季度上升1.1个百分点，其中AAA级和AA+级主体占比分别为29.8%、38.8%，较上季度分别上升0.8个百分点和下降1.9个百分点；民营企业AA+及以上主体占比91.2%，较上季度上升0.3个百分点，其中AAA级和AA+级主体占比分别为54.4%、36.8%，较上季度分别上升1.4个百分点和下降1.1个百分点。整体而言，2023年三季度发行主体信用重心提升。

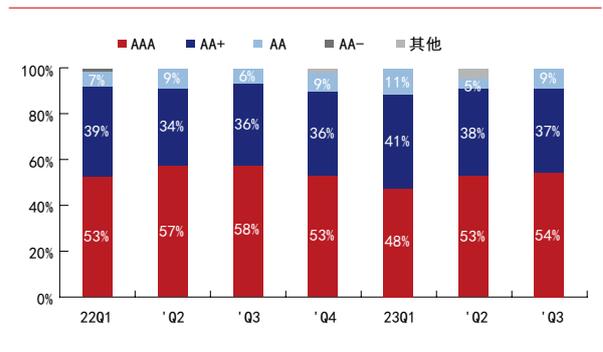
图13 2022年-2023年三季度信用债主体评级分布



注: 按发行人数量统计;

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图14 2022年-2023年三季度民企债主体评级分布



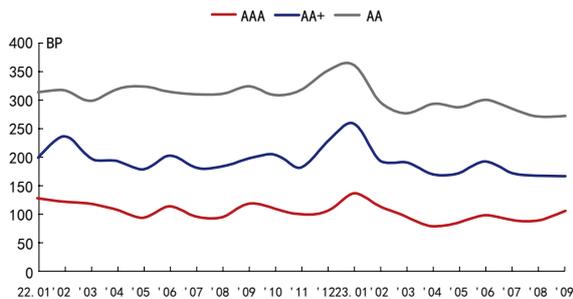
注: 按发行人数量统计;

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

6. 各别发行利差呈收窄趋势，特殊再融资债重启，AA级城投债利差收窄

2023年三季度，信用债市场各别发行收窄。7月份，市场降准预期升温，资本面较为宽松，推动信用利差较6月份收窄，8-9月份各别信用利差相对平稳。期间，7月底中央政治局会议提出“一揽子化债计划”，城投债信用加强，随着内蒙古、云南、贵州、广西等多地发布特殊再融资债券发行计划，中低等级城投债信用利差大幅收窄，9月份AA级城投发行利差较7月份收窄26BP，也带动全市场AA级信用债利差收窄13BP，而AAA级城投发行利差略有扩大，AA+级城投发行利差保持平稳。产业债方面，AAA级和AA+级发行利差区间震荡，AA级信用利差呈“U”型走势，9月份利差403BP，为今年最高利差水平。整体而言，截至9月份，AAA级、AA+级、AA级主体发行利差分别为106BP、168BP、272BP。

图15 非金融企业类债券发行利差走势情况



注：1.仅统计1年期以上无担保债券品种；2.债券类型包括企业债、公募公司债、私募公司债、中期票据、短期融资券和定向工具；资料来源：Wind，中证鹏元

(三) 2023年三季度信用债市场信用风险分析

全口径下³，2023年1-9月，累计新增风险主体16家，新增风险债券125只，同比下降62.8%和43.4%。风险释放进度继续放缓。2023年三季度新增信用风险债券44只，累计金额约466.03亿元，涉及17家发行人。其中，新增信用风险主体5家，相关风险债券19只，在三季度风险主体和债券中的占比分别为29.4%和43.2%。与上年同期相比，2023年三季度新增风险债券和主体同比下降73.7%和56.4%。从风险事件类型看，2023年三季度依然以展期（含债务重组）为主，共计38只，占比86.4%，实质性违约仅4只，保护性条款违约及触发3只。其中，时代控股、碧桂园境内债券达成重组协议，分别涉及9只、7只债券。

图16 2022年1月-2023年9月新增信用风险债券及主体情况



注：新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形；数据来源：Wind，中证鹏元整理

3 新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形。

表3 2014年1月-2023年9月债券市场风险债券统计

风险事件类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	1
实质性违约	7	30	50	24	106	141	115	111	32	12
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	42	66	192	100
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	11

数据来源：Wind，中证鹏元整理

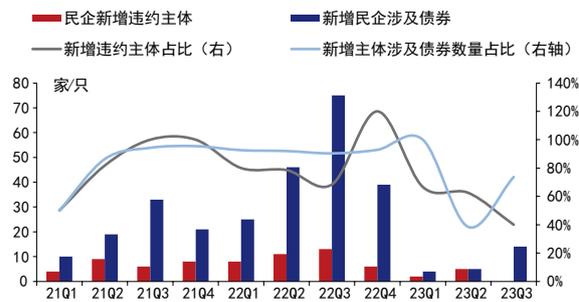
表4 2022年1月-2023年9月信用风险统计

	新增风险主体（家）	已出险主体（家）	新增风险债券（只）
22Q1	10	12	54
22Q2	14	12	66
22Q3	19	22	101
21Q4	5	19	47
23Q1	3	17	34
23Q2	8	17	47
23Q3	5	12	44

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从发行人类型看，2023年三季度新增风险主体中，民营企业2家，占比40.0%，为碧桂园及关联公司；新增国有企业3家，分别为远洋控股集团(中国)有限公司、泰州华信药业投资有限公司和成都开元诚投私募基金管理有限公司。其中，考虑远洋控股集团(中国)有限公司实际为混合所有制企业，不单纯为民营企业，在救助机制上与普通民营企业存在一定差异，这里归类为国有企业。泰州华信药业投资有限公司存续债券为投资者保护性条款触发，目前已获无条件豁免。成都开元诚投私募基金管理有限公司发行的资产支持证券“21天珞1A”当期应付本息宣布展期1年。

图17 2022年1月-2023年9月民营企业新增信用风险债券及主体情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

表5 2023年三季度信用风险主体属性分布

企业性质	风险主体（家）	新增风险主体（家）	新增风险债券（只）
民营企业	13	2	37
国有企业	4	3	7

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2023年三季度共有9个省发生债券风险事件，其中，新增违约主体分布在广东、江苏、北京和四

川。其余省份以已违约或已展期主体为主，存续债券陆续达成展期协议。

表6 2023年三季度信用风险债券地区分布

省份	风险主体（家）	新增风险主体（家）	新增风险债券（只）
广东	5	2	21
河北	2	0	7
浙江	2	0	5
江苏	1	1	3
上海	2	0	2
北京	2	1	2
河南	1	0	2
宁夏	1	0	1
四川	1	1	1
合计	17	5	44

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从债券类型看，2023年三季度新增风险债券中公募公司债数量最多，共计23只，占比52.3%；其次是私募公司债11只，占比均为25.0%；此外，资产支持票据4只，资产

支持证券穿透后底层资产为地方小额贷款和房地产企业相关资产。

表7 2023年三季度信用风险债券类型分布

债券类型	新增风险债券（只）	涉及规模（亿元）
公司债	23	314.69
私募债	11	119.98
中期票据	6	10.75
资产支持证券	4	20.60
合计	44	466.03

注：部分债券违约规模无公开数据或为保护性条款处置阶段，不在统计范围内
数据来源：Wind，中证鹏元整理

从新增风险主体初始等级看，2023年三季度新增的5家风险主体初始级别以AA+级及以上为主，其中，AA+级和

AAA级占比均为40.0%；新增风险债券发行级别以AAA级为主，占比84.1%；其他级别占比较少。

表8 2023年三季度风险债券初始主体等级分布

主体等级	新增违约主体 (家)	新增违约主体占比 (%)	债项等级	新增违约债券 (只)	新增违约债券占比 (%)
AAA	2	40.0%	AAA	37	84.1%
AA+	2	40.0%	AA+	1	2.3%
AA	0	0.0%	AA	2	4.5%
无评级	1	20.0%	无评级	4	9.1%
合计	5	100.0%	合计	44	100.0%

注：部分公司的违约债券涉及评级变动，按靠后发行债券主体级别孰低原则统计；短期融资券和定向工具按主体级别统计
数据来源：Wind，中证鹏元整理

从上市公司占比看，2023年三季度风险主体中上市公司有3家，非上市公司14家，其中，新增风险主体1家为香

港上市公司的碧桂园控股有限公司，涉及风险债券1只。

表9 2023年三季度新增风险债券主体上市情况

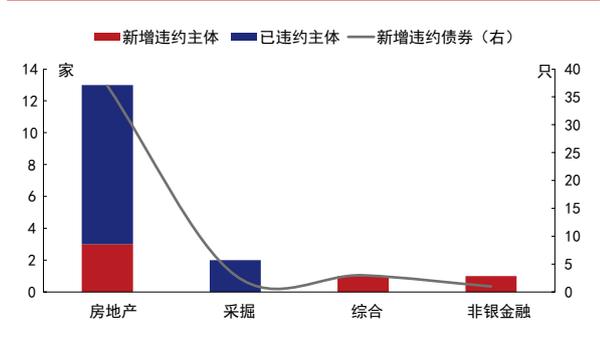
是否上市	风险主体 (家)	风险债券数量 (只)	新增风险主体 (家)	新增风险主体债券 (只)
上市公司	3	5	1	1
非上市公司	14	39	4	18
合计	17	44	5	19

注：包括违约后退市样本数据
数据来源：Wind，中证鹏元整理

从行业看，2023年三季度风险债券分布在4个行业，其中，房地产行业37只，占比84.1%。本季度新增违约主体5家，地产企业3家。主要由于债务重组陆续完成，存续债券宣布展期。

此外，上市公司江西正邦科技股份有限公司，2020年发行“正邦转债”，规模1.60亿元，期限为6年。由于法院裁定公司正式进入破产重整程序，自8月7日起停止交易，8月21日停止转股。截至2023年9月30日，剩余可转债余额2,915.93万元，将作为无财产担保普通债权参与破产重整。可转债由于其特殊性，根据正邦转债募集说明书，正股退市和破产重整均不会直接导致债券实质性违约。但未转股投资者将面临一定的兑付风险，后续需关注其破产重整进展。

图18 2023年1-9月风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

二、2023年四季度信用债市场待偿还情况分析

（一）2023年四季度信用债待偿还情况

2023年四季度非金融企业信用债总待偿还规模预计为26,591.85亿元，相比三季度下降15.8%。其中，四季度存

量债的预期到期规模20,498.77亿元、提前兑付规模558.59亿元、回售规模按三季度回售率66.4%计算，约4,192.40亿元，已公告赎回规模1,342.09亿元。四季度中长期非金融信用债⁴待偿规模预计15,921.46亿元，较三季度下降12.8%。

⁴ “中长期非金融信用债”包括企业债、公司债、私募债、中期票据、定向工具、可转债、可交换债。

表10 2023年四季度信用债市场到期概况（单位：亿元）

债券类型	2023年四季度					2023年三季度 总偿还规模	2023年四季度待 偿规模增长率
	到期	提前兑付	回售预计	赎回预计	合计		
企业债	443.11	489.54	273.49	21.68	1,227.82	1,217.45	0.9%
交易所市场	4,517.26	68.87	2,600.35	828.21	8,014.68	8,852.08	-9.5%
公募公司债	1,861.64	5.49	822.48	782.51	3,472.12	4,212.08	-17.6%
私募公司债	2,602.40	63.31	1,777.87	45.70	4,489.28	4,530.25	-0.9%
可转债	49.91	0.07	0.00	0.00	49.98	70.15	-28.7%
可交换债	3.31	0.00	0.00	0.00	3.31	39.60	-91.7%
银行间市场	15,538.41	0.18	1,318.56	492.20	17,349.34	21,525.67	-19.4%
短期融资券	10,838.35	0.00	0.00	0.00	10,838.35	13,532.07	-19.9%
中期票据	3,576.64	0.18	809.61	492.20	4,878.63	6,275.19	-22.3%
定向工具	1,123.42	0.00	508.95	0.00	1,632.37	1,718.41	-5.0%
合计	20,498.77	558.59	4,192.40	1,342.09	26,591.85	31,595.20	-15.8%

注：1. 待偿总规模包括到期规模、提前兑付规模以及按照上季度回售率预计的回售规模；2. 短期融资到期规模及各类券种赎回规模均为截止日已公告规模，或存在低估。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

分债券品种看，企业债的待偿总规模环比略增长，其他券种环比均大幅下降。具体来看，四季度，企业债待偿规模1,227.82亿元，较三季度增长0.9%；交易所的公募公司债待偿规模3,472.12亿元，较三季度下降17.6%，私募公司债待偿规模4,489.28亿元，较三季度下降0.9%；银行间市场的短期融资待偿10,838.35亿元，较三季度下降19.9%，中期票据待偿规模4,878.63亿元，较三季度下降22.3%，定向工具到期1,632.37亿元，较三季度下降5.0%。

（二）2023年二季度待偿债券特征⁵

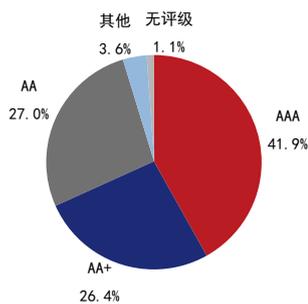
1. 待偿还信用债券以高评级为主，低评级债券规模占比上升

截至2023年9月末，四季度待偿还非金融信用债主体1,612家，主体评级仍以AA+级（含）以上级别为主，共925家，占比57.4%。待偿还债券中，AAA级、AA+级、AA级主

⁵ 待偿规模为到期规模、提前兑付规模以及按照上季度回售率预计的回售规模。

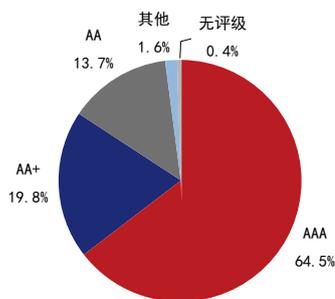
体的债券数量分别为1,178只、742只、760只，待偿还规模分别为13,589.12亿元、4,164.61亿元、2,887.50亿元；主体评级在AA级（含）以下及无评级债券数量891只（687家），待偿还规模3,303.63亿元，占比分别为31.7%和15.7%，较三季度分别增长1.3个百分点、0.6个百分点。此外，进入回售期和赎回期的存量债券中，主体评级在AA级（含）以下及无评级的存量债券323只、存量规模1,795.12亿元。

图19 2023年四季度待偿还信用债主体等级分布



注：按债券数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图20 2023年四季度待偿还信用债主体等级分布



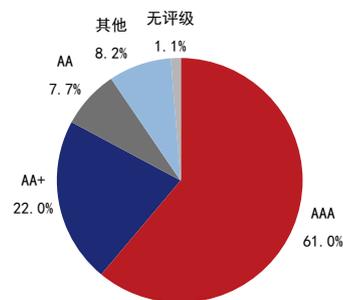
注：按债券规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2. 民营企业债券待偿还压力减弱，低等级债券数量占比持续下降

2023年三季度，民营企业债券总体待偿规模预计为1,371.34亿元，占总待偿规模的5.2%，其中到期规模和提前兑付规模合计1,122.84亿元、回售规模预期239.69亿元、赎回规模预期8.81亿元。与三季度相比，四季度民营企业债券总待偿规模下降42.0%。

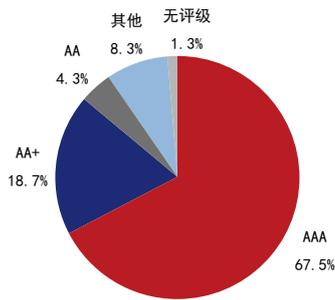
从到期和提前兑付债券的级别分布看，民营企业AAA级、AA+级、AA级主体的债券数量分别为111只、40只、14只，待偿还规模分别为775.88亿元、214.57亿元、49.49亿元；主体AA级（含）以下以及无评级债券数量31只（29家），待偿规模159.60亿元，占比分别为17.0%和13.9%，较三季度分别下降4.4个百分点和上升5.0个百分点。进入回售期和赎回期的债券方面，民营企业债券存量债券共52只、存量债券规模362.93亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债券13只，占比25.1%，存量规模119.24亿元，占比32.9%。民营企业待偿的债券的低等级主体债券占比均处于较低水平，且低评级债券所占数量比例降低，反映出民营企业债券信用风险短期风险水平下降。

图21 2023年四季度待偿还民企债券主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图22 2023年四季度待偿还民企债券主体等级分布



注：按债券规模统计，不包括回售和赎回债券；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

3. 城投债偿债规模相对稳定，江苏、浙江、天津、山东待偿规模靠前

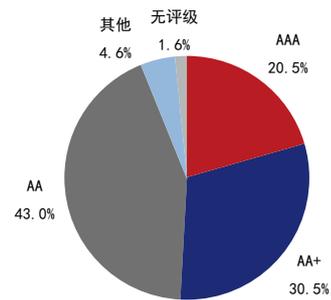
城投债方面，2023年四季度总体待偿债券规模约11,327.63亿元，其中到期规模和提前兑付规模合计8,315.11亿元、回售规模预期2,888.95亿元、赎回规模预计123.58亿元。与三季度相比，四季度城投债券总待偿规模下降2.8%，偿还规模相对稳定。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，城投债AAA级、AA+级、AA级主体的债券数量分别为327只、487只、687只，待偿还规模分别为2,850.58亿元、2,714.54亿元、2,585.17亿元；主体级别在AA级（含）以下的以及无评级的城投债券数量785只（599家），待偿规模2,749.99亿元，占比分别为49.1%和33.1%，较三季度分别下降0.9个百分点和1.9个百分点。进入回售期和赎回期债券方面，存量城投债券共630只、存量债券规模4,473.75亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债券270只，数量占比42.9%，存量规模1,463.52亿元，占比32.7%。

地区分布方面，四季度，江苏、浙江、天津、山东等地待偿规模位居前列。其中，江苏待偿规模2,905.64亿元、

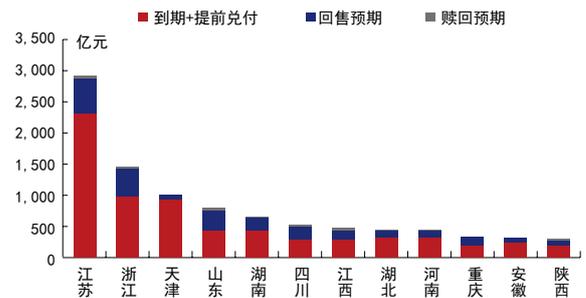
浙江待偿规模1,431.12亿元、天津待偿规模1,014.39亿元、山东待偿规模804.48亿元；湖南、四川、江西、湖北、河南的待偿规模在400-700亿元之间，重庆、安徽、陕西的待偿规模在300亿元左右。

图23 2023年四季度待偿还城投债主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图24 2023年四季度待偿还城投债地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

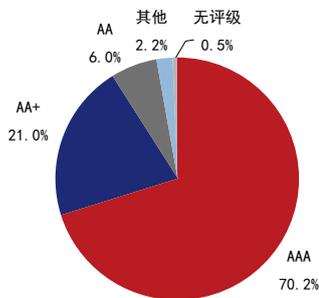
4. 四季度产业债整体偿债压力降低，地产债偿债压力仍大

产业债方面，2023年四季度总体待偿债券规模约15,210.73亿元，较三季度总偿还规模下降23.3%，其中到期规模和提前兑付规模合计12,688.97亿元、回售规模预期1,303.25亿元、赎回规模预期1,218.51亿元。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，低主体级别债券占比下降。四季度产业债AAA级、AA+级、AA级主体的债券数量分别为851只、255只、73只，到期和提前兑付规模分别为10,738.55亿元、1,450.07亿元、302.33亿元；主体级别在AA级（含）以下的以及无评级的产业债券数量106只（88家），占比8.7%，较三季度下降0.9个百分点，待偿规模553.64亿元，占比4.3%，与三季度持平。进入回售期和赎回期债券方面，存量产业债券共294只、存量债券规模3,180.94亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债券53只，数量占比18.0%，存量规模331.60亿元，占比10.4%。

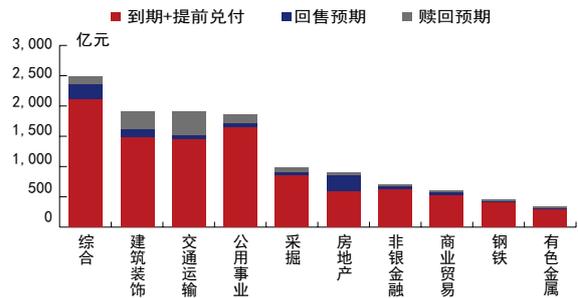
行业分布方面，四季度，综合、建筑装饰、交通运输、公用事业等行业待偿规模位居前列。其中，综合行业待偿规模2,459.00亿元、建筑装饰待偿规模1,907.94亿元、交通运输待偿规模1,886.61亿元、公用事业待偿规模1,838.23亿元。四季度地产债的待偿规模901.71亿元，其中涉及民营房企27家、待偿规模310.02亿元，地方国营房企22家、待偿规模359.08亿元，四季度地产债的偿付压力仍大。

图25 2023年四季度待偿还产业债主体等级分布



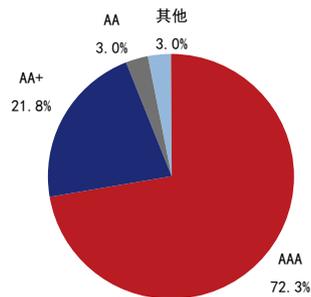
注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；资料来源：Wind，中证鹏元整理

图26 2023年四季度待偿还产业债行业分布



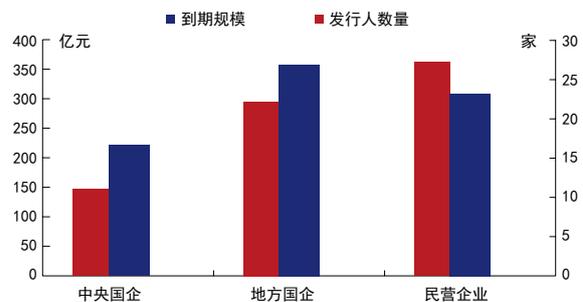
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图27 2023年四季度待偿还房地产主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；资料来源：Wind，中证鹏元整理

图28 2023年四季度待偿还房地产企业类型分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、2023年四季度信用债市场展望

（一）四季度经济持续恢复，实现“5%左右”的GDP增长目标难度不大

当前我国正处于高质量发展和产业升级的关键期，三季度GDP同比增速大幅超预期，四季度稳增长压力有所下降，政策以稳为主，完成预期经济增长目标难度不大，预计2023年GDP同比增速在5.0%-5.5%之间。从内外部环境来看，形势仍然复杂严峻，全球经济复苏波折，美债利率持续突破高位，全球流动性有所紧缩，巴以冲突局势升级，大国博弈仍有不确定性。需求不足是国内经济复苏的最大问题，居民收入预期和信心不足，企业经营活力不够，经济内生循环有待持续畅通。

供需两端结构方面，从生产端来看，企业去库速度下降，工业企业利润将逐步改善，服务业复苏明显，工业生产保持稳定恢复。外需方面，出口从底部逐步上行，不可忽视RCEP生效、一带一路、东盟和俄罗斯等对我国出口的支撑；内需方面，消费特别是服务性消费明显提振，关键是消费改善的高度和持续性，但改善情况还要受限于居民可支配收入；基建投资和制造业投资仍有发力空间，地产投资难言改善。

信用市场环境方面，经济基本面延续修复，实体融资需求增强，宏观政策以稳为主，四季度流动性易紧难松，供给压力加大，警惕流动性的边际冲击。继续毫不动摇支持民企发展，民企发债融资有望维持稳步增长。防范和化解风险仍是重点工作，警惕黑天鹅和灰犀牛事件。

（二）财政政策积极作为，货币政策精准有力，加快各项政策落地见效

前三季度宏观政策加大调控力度，加强逆周期调节，围绕高质量发展这一首要任务，出台实施了一批针对性强的政策举措。四季度政策仍需保持积极发力，尤其是财政政策和产业政策，货币政策要保持流动性的合理充裕，但同时要推动前期各项政策的落地见效。关注将要召开的三中全会和中央经济工作会议。

财政政策方面，积极发力，做好一揽子化债工作。一是指导地方做好一揽子化债工作，截至10月20日，21省已经披露发行特殊再融资债9437.8亿，预计总规模达到1.5万亿左右，在不增加赤字的情况下，有利于减轻地方政府债务压力；二是继续落实好地方政府专项债券这个重要抓手，9月份新增专项债已经基本发行完毕，后续要尽快形成实物工作量，同时持续扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围；三是落实今年的减税退费和贴息政策，把政策用足用活、落实落细，该优化的优化，该减免的减免，该延续的延续，让政策红利更好惠及经营主体，增加中央对地方转移支付。

货币政策方面，要持续用力，乘势而上。注重精准有力，把握逆周期和跨周期调节力度，巩固经济回升向好态势。保持社融和信贷的平稳增长，适当注意加大投放力度，保持流动性合理充裕。更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，进一步推动金融机构实际贷款利率下降，降息降准仍可期，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。防止汇率超调风险，配合做好化债工作的工具投放。

（三）城投融资政策易紧难松，信用下沉规避尾部区域，关注新一轮全国隐性债务化解试点

三季度，城投债政策和市场表现出两个主要特点：一是新一轮“隐形置换”重启，城投债短期风险缓解。2023年上半年，受地方政府土地收入大幅下滑、城投债务大规模集中到期，以及部分地区风险事件发酵等因素影响，市场对城投债违约风险的担忧加大。7月24日，中央政治局会议首次提出“一揽子化债计划”，特殊再融资债券、国有大行提供化债支持等化债措施预期不断升温，尤其总规模约1.5万亿元的特殊再融资安排预期落地，对经济财力较弱地区的城投债信用形成强力支持作用，城投债短期风险缓解。二是受政策利好，城投债利差收窄。受益于“一揽子化债计划”，城投债下沉策略导致中低资质的中短期城投债再次出现“抢购”，以及中低资质城投债的一二级市场信用利差持续收窄。三是“一揽子化债计划”不意味着城投融资放松，“遏增”仍是化债的重要一环。9月份，监管部门推出城投主体名单，共涉及3,899家主体，名单内主体公开发债仅允许借新换旧。一些本轮化债重点地区也提出了城投债“遏增降本”的要求。

四季度，城投债“一揽子化债”将超预期，“遏增”或趋严。截止10月20日，已共有21个地区公布再融资债券发行计划，总额9,427亿元，就化债范围上，已经超过最初拟定的地区范围，此外还有多个地级市和区县表示在争取纳入财政部隐债置换试点。因此，预期本轮“置换”的最终范围和规模均将超预期。随特殊再融资债券募集资金到位，高风险地区的高息债券或陆续提前兑付或置换，以及促进一二级利差进一步收窄。“置换”的同时，高风险区域“遏增”监管可能更加严格，包括地方政府主动“遏增降本”，银行间协会和交易所城投债的新增融资监管或进

一步收紧，城投债发行与净融资或持续“双降”。沪深北交易所将于10月末启动“新企业债”受理审核工作，新企业债各项发行审核规则上向公司债券靠拢，但保留原企业债“资金跟着项目走”的制度安排。

从市场上来看，城投债仍是主力增量融资券种，“资产荒”现象加剧。四季度，城投债到期规模同比下降，高风险地区的高息债券陆续提前兑付或置换，再加上城投融资监管趋严等因素，短期内高收益城投债供给将减少，更显“稀缺”。在当前城投债短期限信用下沉的主流策略下，相关债券将继续出现“抢购”热潮。利差上，城投债风险缓解，高风险区域的一二级利差继续收窄，尤其AA级城投的利差收窄空间相对较大，而AAA级城投债已在较低利差水平，收窄幅度有限。

（四）地产持续松绑，观察政策的效果

政治局会议定调房地产市场供需格局发生变化，各地因城施策政策进一步优化，全国层面实施首套房商贷“认房不认贷”，北京和上海等一线城市迅速跟进，同时推动降低存量首套房贷利率，落实首套房贷利率政策动态调整机制，调降二套房贷利率政策下限，有利支持房地产行业的转型和促进市场平稳健康发展。目前存量房贷利率调整工作已经接近尾声，明显减少利息负担，降低提前还贷的动力，增加投资和消费的信心和能力。四季度地产松绑政策仍将继续，需求端主要包括限购限贷的优化、公积金贷款政策放松、加大人才引进和户籍制度改革等；供给端要持续做好保交楼工作，大型房企的债务风险仍未完全出清。另一方面，虽然地产政策持续放开，但地产销售的改善并未达到预期，9月全国地产销售虽有改善，但属于脉冲回暖，“金九银十”期间单月销售面积不及2022年，低

能级城市成交冷清。总体看，地产销售和投资改善的持续性存疑，主因当前地产企业债务风险不断，居民购房信心和意愿难以短期扭转，行业正处历史低谷，实际政策效果均有待观察。后续重点把握城中村改造的新进展，新增专项债资金允许投放城中村改造项目。关注长租房市场的发展，房企参与公募REITs，消费基础设施REITs或于四季度落地，为房企带来新增的业务发展点。



史晓姗

对外经济贸易大学金融硕士，现任中证鹏元研究发展部资深研究员，主要从事债券市场发展与政策跟踪、债券违约与处置、地方投融资等研究工作。



张琦

对外经济贸易大学金融硕士，现任中证鹏元研究发展部资深研究员，主要从事债券市场发展与政策跟踪、信用评级理论与实务、地方投融资等研究工作。



吴进辉

中国矿业大学（北京）应用经济学硕士，现任中证鹏元研究发展部高级研究员，主要从事宏观经济、债券市场信用研究、地方投融资、房地产行业、REITs等研究工作。



李席丰

南开大学企业管理学硕士，现任中证鹏元研究发展部研究员，主要从事宏观经济与政策跟踪、大类资产、债券市场发展等研究工作。

Industry Research

CSCI PENGYUAN

行业研究

从华为Mate 60 Pro上线看半导体产业链国产化前景

© 工商企业评级部 刘惠琼 董斌

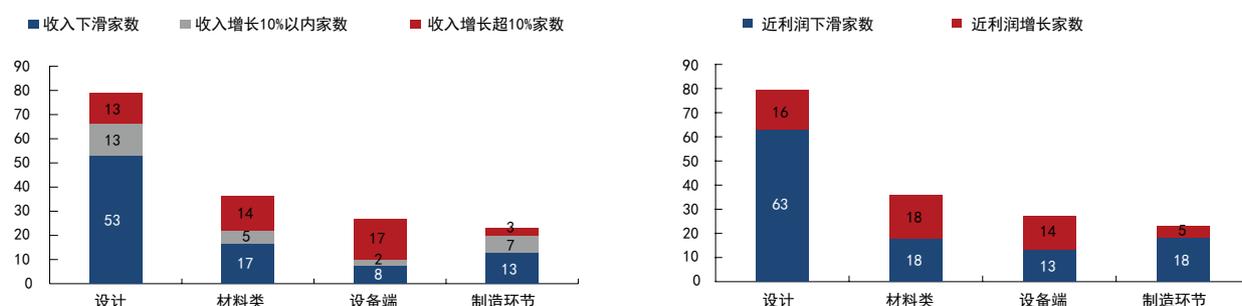
一、半导体产业发展现状及长期趋势

半导体行业短期仍处周期性调整阶段，但在地缘政治因素催化以及国内政策大力支持下，产业链上游的材料、设备及零部件等领域的国产化进程正加速推进

受终端市场需求持续疲软影响，半导体行业A股上市公司2023年中报业绩普遍低迷，除设备端和部分材料公司、少数芯片设计企业之外，绝大部分芯片设计企业、芯片制造及封测厂商的业绩继续下滑。受全球终端市场需求疲软叠加前期芯片囤积库存高企，半导体行业自2022年中以来进入下行周期，2023年上半年行业景气度仍持续低迷，全球半导体销售额约为2,432亿美元，同比下降约20%。随着半年报落幕，A股上市公司半年报业绩变化亦反映出行业

低迷之状。根据wind数据，半导体产业链160余家上市公司，上半年营业收入同比增速中位数为-6.6%，净利润同比增速中位数为-41%。分领域来看，芯片设计企业多数收入和净利润同比双双下滑，下滑原因大多受下游消费电子需求持续疲软影响销量下降同时产业链去库存导致产品价格承压。受市场低迷影响，芯片制造及封测厂商产能利用率明显下滑，收入增长乏力、盈利表现不佳；同时产业周期下行调整逐步传导到上游半导体材料行业，超半数材料公司半年报收入和净利润同比出现下滑。但值得注意的是，部分具备技术先发优势的材料公司受益国产替代、新品突破放量等，业绩继续保持增长。此外，多数设备公司受益国产需求拉动、前期在手订单陆续实现收入转化等，业绩呈现较快增长。

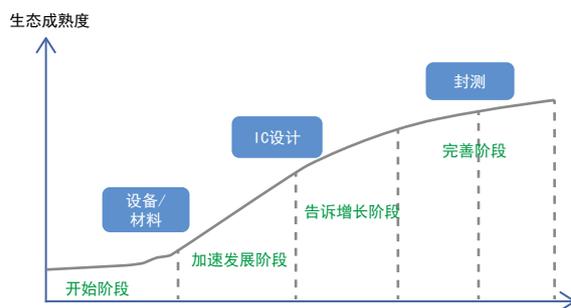
图1 2023年上半年半导体产业链上市公司业绩变动情况



注：设备端包括设备零部件及EDA工具，制造环节含晶圆制造及封装测试。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

美对华半导体产业打压持续升级主要针对国内先进制程，国内主流成熟制程影响有限，同时政策导向将加强高端芯片以及产业链上游材料设备等薄弱环节的自主供应能力。继长江存储、上海微电子等36家中国公司被美国列入实体清单之后，2023年年初美国再次联合日本、荷兰（EUV光刻机主要生产国）加入设备管制行列，日本半导体制造设备出口管制措施已于2023年7月23日正式生效，涉及23项先进半导体制造设备，包括光刻、刻蚀、沉积、清洗、热处理、测试等。未来中国企业将无法顺利采购半导体先进制程所需的核心设备，中芯国际、长江存储等龙头企业布局的先进制程扩产计划或被暂缓。目前海外制裁主要针对尖端设备领域，国内主流的28nm及以上成熟制程暂未列入限制范围。另一方面，从长期来看，美对华制裁不改中国自主化发展方向，反而将加快推动中国半导体产业自立以及本土产业链体系完善。此次华为推出新一代高端手机Mate 60 Pro，据称1万多个零部件已经实现国产化，其中搭载的海思麒麟芯片更是给人以无限想象空间，华为突围充分展示出我国在半导体领域强大的自主创新能力。由于我国半导体市场需求和供给之间的差异，国内芯片进口仍处于高位，根据中国海关总署披露的数据，2022年我国集成电路进出口贸易逆差仍达2,617亿美元，其中处理器及控制器方面对外依赖度最高、贸易逆差为1,528亿美元；存储器自主把控程度提升但贸易逆差仍达到310亿美元。此外受限于技术门槛，我国在上游原材料、设备及零部件、EDA工具等领域的自主供应能力仍很弱。随着供应链安全性需求日益强烈，我国半导体产业链国产化进程将加速推进，其中设备及材料等弱势领域将有望获得更大扶持。

图2 我国中国半导体产业链各领域不同发展周期



资料来源：公开资料

二、产业链细分领域的国产替代机遇

受益国产化持续推进以及国内芯片制造企业大规模战略扩张，半导体产业链上游的材料、设备及零部件等企业有望迎来良好发展，其中具备技术、客户等先发优势的龙头企业或快速提升市场份额。此外，高端逻辑芯片领域国产化率低，部分取得新品突破的芯片设计龙头未来成长性仍较好

考虑产业链安全及较长产线建设周期等因素，国内芯片制造企业在周期调整阶段仍坚定战略扩张。根据各公司官网的不完全统计，未来中长期国内主要芯片制造企业将坚持大规模扩产。其中作为中国唯一能够量产14nm FinFE工艺的晶圆制造龙头中芯国际已明确虽然市场复苏较预期慢，但整体扩产计划终点不变，未来中长期仍将坚持推进深圳、北京、上海、天津等地产能扩张；聚焦特色工艺的华虹半导体则将联合国家集成电路产业基金等主体在无锡扩产12英寸成熟特色工艺产线，预计2024年下半年逐步释放产能。此外，长江存储、合肥长鑫以及粤芯等新兴主体亦有较大规模的长期产能扩张计划。国内主流晶圆制造厂商坚持成熟制程扩产、叠加产业链国产替代加速推进，有望为半导体产业链上游的材料、设备及零部件等领域带来良好发展机遇。

表1 部分内资主流芯片制造企业未来中长期扩产规划（单位：万片/月）

公司简称	投资规模	投资周期	2021年底产能	预计新增产能	产能定位
中芯国际	300亿美元	中长期	47.5万片 (8英寸当量)	34	12英寸成熟制程
华虹半导体	67亿美元	中长期	6.5 (12英寸)	3	12英寸 40-65/55nm
长江存储（武汉）	1,000亿美元	中长期	10	25	12英寸 3D NAND
合肥长鑫	-	中长期	6	31.5	12英寸 DRAM
积塔半导体（上海）	-	中长期	-	6+5	8英寸+12英寸
粤芯（广州）	-	中长期	-	5.5	12英寸
芯恩（青岛）	-	中长期	-	2.8+1	8英寸+12英寸

注：长江存储和合肥长鑫的新增产能包括远期扩产规划。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

半导体材料细分子领域众多，国内市场目前主要由海外厂商主导，但本土材料厂商在部分细分品类逐渐突破且产能逐步释放，未来伴随行业回暖叠加国产化持续渗透，材料龙头公司有望优先获取国产替代份额。根据SEMI预计，2022年晶圆制造材料市场规模达451亿美元，国内本土材料供应不足20%。在材料领域细分品类中硅片需求量最大，其次是特种气体和光刻胶，整体上日系供应商在硅片、光刻胶、靶材等领域市占率较高超过50%，而美系供应商在抛光垫领域拥有较高市场份额。国内部分本土材料厂商经过科技攻关和产业化应用，已逐渐突破关键技术门槛，拥有了部分产品的规模化生产能力。具体而言，首先在硅片领域，沪硅产业率先实现300mm¹半导体硅片规模化生产和销售，在全球硅片市场份额持续提升已位居全球第7（全球前五大硅片企业合计占据90%以上份额，沪硅产业2022年全球市占率约3.5%）；电子特气领域，中国仅生产约20%，在清洗、蚀刻、光刻等环节依赖进口，但已有企业部分品种取得突破，如华特气体自主研发的4种混合气

早在2017年即通过ASML认证；光刻胶领域由日本厂商全面占优，合计市占率达到93%，国内南大光电两款ArF产品在存储芯片50nm、逻辑芯片55nm获得客户认证，北京科华KrF光刻胶实现量产销售；湿电子化学领域由欧美和日本厂商主导，国内部分产品已达到G5等级²，如江化微部分产品通过IC客户产线验证并量产；抛光材料75%由美国杜邦占据，安集科技28nm产品通过国内主流晶圆厂认证并实现销售；靶材领域日美4大厂商合计占比80%，江丰电子的高纯溅射靶材产品已经进入5nm工艺，成切入台积电供应链。此外，近年来受益晶圆产能释放以及国产化浪潮持续推进，大量涉及半导体材料业务的公司通过IPO、定增或可转债等方式募集资金进行产能扩充。随着晶圆厂稼动率回暖、扩产产能逐步释放以及国产替代持续深化等因素驱动下，具备技术先发优势且已通过客户认证的材料龙头公司，未来有望快速抢占市场份额。不过也应注意到，下游晶圆厂扩产节奏非线性推进，产能释放受市场需求等影响或存在阶段性调整，材料公司亦因此较易面临业绩波动风险。

1 当硅片尺寸越大，单个硅片上的芯片数量越多，从而能够提高生产效率、降低生产成本。根据应用领域的不同，越先进的工艺制程往往使用更大尺寸的硅片生产。目前全球量产硅片止步300mm，而450mm硅片迟迟未商用量产，主要原因是制备450mm硅片需要大幅增加设备及制造成本。

2 根据指标不同，分为G1-G5共5个等级，等级越高精细度越高。其中集成电路对纯度要求最高，集中在G3-G5级，而且晶圆尺寸越大对纯度要求越高，12英寸晶圆制造通常需要G4-G5级。

表2 半导体材料领域的竞争格局和国产化情况

细分领域	占半导体材料市场的比重	国外代表厂商	国内代表企业	国产化情况
硅片	33%	信越化学（日）、胜高（日）、环球晶圆（台）、德国世创、SK集团（韩）	沪硅产业、立昂微	6英寸及以下相对较高，8英寸及12英寸国产化率低
特种气体	14%	林德（德）、空气化学（美）	南大光电、华特气体	华特气体自主研发的4种混合气在2017年获ASML认证
光刻胶	13%	东京应化、信越化学、美国杜邦、住友化学	苏州瑞红（晶瑞电材旗下子公司） 北京科华（已被彤程新材收购）、	仅北京科华量产KrF光刻胶 南大光电ArF 50nm认证通过
掩膜版	13%	DNP（日）、Toppan（日）	清溢光电（主要平板显示）	IC领域尚无商业掩模版公司
CMP抛光材料	<10%	美国杜邦	安集科技（抛光液）、 鼎龙股份（抛光垫）	安集科技28nm认证通过并量产
湿电子化学品	<5%	美国亚士兰、三菱化学（日）、京都化工（日）	江化微、晶瑞电材、安集科技	江化微具备G4、G5等级产品的量产能力
溅射靶材	<5%	日矿金属（日）、 霍尼韦尔（美）	江丰电子	江丰电子实现5nm工艺、入台积电供应链

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

前道核心设备主要依赖进口，但国产替代驱动下非核心领域部分品类国产设备的市场份额取得较大提升，同时本土设备厂在成熟制程所需的蚀刻、沉积等前道核心设备逐渐取得突破，未来有望持续放量。目前国产设备在前道工序非核心环节的清洗、量测以及后道工序的封装测试等领域国产化率相对较高。据不完全统计，2022年国产设备在国内晶圆产线设备的中标比例接近30%，较上年国产半导体设备在国内市场份额的20%（中国电子专用设备工业协会统计数据）有较大提升。而受限于高技术门槛等，光刻机、刻蚀机、薄膜沉积设备等前道工序核心设备的国产化程度很低，其中光刻机主要为荷兰的阿斯麦（ASLM）、日本的尼康和佳能三家垄断，国内光刻机生产商上海微电子的技术水平与国际水平相距甚远；刻蚀和沉积设备则主

要以美国的泛林（Lam）和应用材料（AMAT）两家为主。不过值得注意的是，国内设备龙头厂商北方华创在28nm及以上成熟制程取得突破，已向中芯国际、华虹半导体、长江存储、合肥长鑫等国内主流芯片制造企业实现部分品类供货。2023年上半年设备端上市公司受益前期订单陆续实现收入转化，多数公司半年报业绩取得较快增长。此外，受益资本驱动及产业链配套产能需求，近年来半导体设备相关的上市公司通过IPO、定增以及可转债等方式积极融资扩产。我们认为在国产替代趋势下，国产设备公司有望持续获益市场份额提升和产品品类扩张带来的增量市场，尤其是专注细分领域且已占据技术先发优势的龙头企业将优先受益，供货份额有望持续放量。

表3 半导体设备主要细分品种的竞争格局和国产化情况

细分领域	海外主流厂商及市场份额	国内代表企业	国产化率
光刻	荷兰ASML (10nm以下市占率100%、最高可达到3nm)、尼康 (28nm以上)、佳能 (90nm以上)	上海微电子 (90nm以上)	极低
刻蚀	Lam (美)、AMAT (美)、TEL (日) 合计近90%	北方华创 (28nm以上)、中微公司	低
沉积	Lam、AMAT合计90%以上	北方华创、拓荆科技	低
涂胶显影	TEL接近90%	芯源微	低
CMP抛光	AMAT+日本荏原合计90%以上	华海清科、电科45所	低
清洗	Lam、TEL	盛美上海、北方华创、至纯科技、创微微电子	较高
量测	AMAT、KLA (美)	上海微电子、华峰测控、长川科技、	较高
切割划片 ³	DISCO (日) 市占率超过70%	光力科技、中电科等	低

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

3 根据SEMI的报告估计，2022年全球划片机市场空间约20.4亿美元，其中我国半导体封装市场约占全球的四分之一，对应划片机市场空间在32亿-36亿元人民币左右。

延续产业链安全和国产替代逻辑，高端复杂的设备零部件以及上游EDA工具等领域的国产化需求亦非常强烈，具备技术储备且已有新品突破的相关企业有望受益。半导体设备零部件种类繁多，国内零部件厂商在中低端品类已有较高市场份额，但在高端复杂品类以及电气和仪器仪表大类领域的国产化率仍偏低，大多数仍处于初创或验证阶段。延续产业链安全和国产替代逻辑，本土设备厂亦将加速推进零部件国产化，未来产品不断放量以及新品从0到1实现突破的相关零部件厂商将优先受益，如专注半导体金属零件加工的富创精密、跨界进入零部件领域的江丰电子、已切入北方华创等重点客户的管路阀门类零件厂商新莱应材、射频源产品在刻蚀设备上进入验证阶段的英杰电气等。此外，EDA工具亦为亟需突破的卡脖子领域，国内

市场暂由国际三巨头占据绝对主导地位。根据赛迪智库统计，国际三大EDA巨头新思科技、楷登电子和西门子EDA在国内市场占据明显的头部优势，2020年合计占领约80%的市场份额。内资企业华大九天居本土EDA企业首位，位列全球EDA行业第二梯队，在我国EDA市场约6%。第三梯队的企业主要聚焦于某些特定领域或用途的点工具，整体规模和产品完整度与前两大梯队的企业存在明显差距。延续产业链供应逻辑和配套产能需求，设备零部件及EDA工具企业近年亦积极扩产，2022年下半年以来集中上市4家主体（分别是茂莱光学、富创精密、广立微、华大九天），部分企业IPO之后再次以定增及可转债等方式继续融资扩产。我们认为随着国产化深入推进，产业链前端的设备零部件以及EDA工具企业亦将迎来良好发展机遇。

表4 半导体设备零部件领域的国产化情况

分类	市场份额占半导体设备市场的比	国内相关企业	国产化率
机械类	12%	金属类：富创精密、华亚智能； 非金属类：菲利华、神工股份（硅部件）	相对较高，但高端产品较低
气体类/真空系统类	9%	富创精密、万业企业、新莱应材、汉钟精机	中等，大部分高端品类为0
机电一体类	8%	富创精密、华卓精科	不高，高端品类尚未国产化
电气类	6%	英杰电气、北方华创（旗下北广科技）	低，高端产品尚未国产化
光学类	8%	非上市公司	低，高端品类尚未国产化

资料来源：富创精密招股说明书等，中证鹏元整理

芯片设计领域的国产替代机会主要聚焦于高端逻辑芯片，有相关业务布局的芯片设计企业未来业绩较有支撑。IC设计处于集成电路产业链的最前端，全球市场规模约1,700亿美元（仅指纯IC设计的市场规模，不含英特尔、三星电子、德州仪器等IDM企业），其中前十大IC设计企业合计市场份额约75%。相比全球高度集中的市场竞争格局，国内芯片设计行业市场集中度低。国内拥有大量芯片设计公司，但大多聚焦单一细分市场。据统计本土芯片设计企业多达1,700余家，其中A股上市公司80余家，绝大部分为

中小民营企业，且主要业务聚焦在模拟、感测、功率等单一细分市场，整体营收规模小（营收过亿的企业数占比不足10%）。2023年以来受行业景气度持续低迷影响，多数芯片设计公司业绩出现下滑，但少数在CPU、GPU（图形处理芯片）、FPGA产品、系统级芯片等细分品类逐步实现国产突破或技术迭代的相关芯片设计龙头上市公司继续维持较快增长，我们认为此类卡位高端逻辑芯片的企业未来有望持续受益国产化红利。

表5 部分高端芯片设计领域国产化率待提升

细分领域	国际竞争格局	国内代表企业	国内外差距
CPU	英特尔和超微半导体两家公司占据95%以上市场份额	海光信息	2020年海光7285 CPU与Intel同期发布的主流处理器产品的实测性能总体接近
GPU	英伟达、超微半导体、英特尔	景嘉微、壁仞科技	景嘉微2018年研发JM7200具备PC端功能、2023年开展GPU测试与市场推广
FPGA产品	美国：赛灵思、英特尔、莱迪斯、微芯半导体4家占据主要份额	紫光国微、复旦微电	2022年开始量产

资料来源：公开资料，中证鹏元整理



刘惠琼

江西财经大学金融硕士，现任中证鹏元国际业务部高级分析师，从事债券市场信用评级、投融资平台及电子行业等信用风险研究。



董斌

中国地质大学（武汉）经济学硕士，现任中证鹏元国际业务评级部总经理，主要从事电子、商业贸易、城投等评级、研究工作。

风险上升之下，城投房地产业务风险如何看？

◎ 研究发展部 吴志武

近年来受房地产调控政策影响，不少房企经营上陷入困境，甚至出现债务违约。而近年来在转型压力之下，不少城投企业向房地产领域发展，房地产业务已成为城投企业重要的发展方向之一，在当前房地产行业景气度下降背景下，城投企业房地产业务风险也引起了市场广泛关注。特别是当前城投企业因地方财政收入下降负面舆情上升之下，城投企业从事房地产业务是否会出现新的风险点，格外受到关注和重视。

一、城投企业房地产业务情况

相比普通房地产企业以商品房项目开发为主，城投企业从事的房地产开发项目涉及类型较多，范围也较为广泛，但就主要的地产项目开发类型只有两种，一种是政策性住房，包括安置房和保障房，一种是商业性房产，主要包括商品房和商业地产。这两种不同类型的住房因在销售面向的对象、建设模式、交易特点、发展前景等方面存在较大的不同，因而在经营上也各具特点。

（一）政策性住房

政策性住房是城投企业根据政府政策的要求建立，面向特定对象销售的房屋，这些政策性住房以公益性项目为主，由于面向特定的对象销售，一般去化压力较小，但利润空间受政府定价的影响，一般较低，政府支付能力对项目回款有重要的影响。

1. 安置房

安置房是政府进行城市道路建设和其他公共设施建设项目时，对被拆迁住户进行安置所建的房屋，后来政府为了改变城市中的落后面貌，持续推进旧城改造、城中村改造和棚户区改造等城市更新项目，改造中也为拆迁的城市居民建设房屋进行安置。因而，安置房针对的对象是拆迁户，是政策上对拆迁户的一种房屋补偿。如果没有政府拆迁，自然也不会有对拆迁户的房屋补偿，也就没有对安置房建设的需求。安置房建设需求主要来自于城镇化推进、城市更新过程中对拆迁户的安置，尽管近年来城市更新反对大拆大建，但我国城镇化进程仍未结束，仍然会产生对安置房的建设需求。

因政府需要建设安置房，便将这项政策任务交给由其出资的城投企业。从城投企业安置房建设模式来看，主要是自建房屋和外购房屋，但以自建为主，外购很少。以自建来看，又主要存在政府购买服务模式、委托代建模式和定向销售模式等几种。政府购买服务和委托代建模式由城投企业与地方政府签订政府购买服务或者委托代建合同，由城投企业自筹资金开展项目建设，再由政府根据项目进度在建设成本的基础上加成一定的比例进行回购和结算，城投企业由此获得资金平衡和收益。后一种模式由城投企业根据政府安置房建设规划进行自主建设，建完后按照政府定价卖给安置户，一般而言政府定价低于市场定价，政

府给与城投企业一定的补贴或者通过剩余安置房和配套商业设施按照市场价格销售，从而获得资金平衡和实现收益。

2. 保障房

保障房是指政府为特定人群提供的限定标准、限定价格或租金的住房，这些特定人群主要是中低收入住房困难家庭，还包括政府认定的各类人才、新进就业无房职工等，住房类型主要有廉租住房、经济适用住房、人才公寓、共有产权房、政策性租赁住房等。由于保障房针对的是特定人群，只有符合政府认定条件的人群才能获得购买或租住的资格。为了实现“居者有其屋”，我国不断推动保障房的建设和发展，提供保障房现已成为我国政府一项重要的公共服务职能。

在鼓励保障房建设多主体参与、多渠道供给的背景下，城投企业也成为保障房建设的重要参与主体。城投企业保障房建设模式同样分为自主开发和外购模式，自主开发模式有委托代建和定向销售两种。以成都兴城投资集团有限公司为例，其开发的保障房项目包括限价房、经济适用房、公租房、廉租房、人才公寓等，采取委托代建和定向销售两种模式，委托代建项目完成后由政府回购，定向销售项目自行开发出售，项目完成后按照政府保障房政策面向符合条件的特定人群限价销售。为支持保障房建设，城投企业多以划拨、协议出让或者定向招拍挂的方式取得土地，这对于采用定向销售模式的保障房建设尤其具有成本优势，同时，采用定向销售模式的保障房还以配套商业设施销售获取收益平衡。

(二) 商业性房产

商业性房产是在城投企业面临转型压力下，按照市场需求自主开发建设面向市场销售的房地产，属于城投企业的经营性项目，由于根据市场定价向市场销售，相比政策

性住房去化压力较大，因而商业性地产开发面临的经营风险也较大。

1. 商业住宅

商品住宅是面向居民销售的住宅，和普通房地产商一样，城投企业开发商品房也是按照市场化运作模式，通过招拍挂方式取得土地进行投资开发建设，项目完成后进行出售，通过销售收入实现资金一次性回流，其定价方式主要为市场定价。与政策性住房开发不同的是，商品房开发涉及到项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理等一系列管理服务流程，需要丰富的经验、专业的团队和较强的融资能力，对开发商的综合实力要求较高。相比政策性住房，商品房盈利空间相对较高。

从开发模式来看，城投企业商品房开发有自主开发、合作开发两种类型，自主开发是城投企业具备房地产开发资质，对房地产项目自主完成从拿地到规划设计、施工建设、开盘预售、竣工交付等一系列的流程，从而形成由投资到收益实现再到投资的闭环；合作开发是城投企业与第三方（主要为房地产开发商）共同完成房地产开发业务，该模式又包括共同拿地共同开发、城投拿地后以土地入股合作开发、由第三方代建等。开发模式不一样，城投企业面临的风险也不一样。相对于自主开发，合作开发有风险共担者其风险要相对低一些。

2. 商业地产

商业地产主要包括商铺、写字楼、办公楼、工业厂房、商业综合体等房地产的开发，其面向的销售对象是生产经营者或企业。和商品房一样，其开发模式也是按照市场化运作模式进行，同时，由于商业地产去化受到市场的影响，因而商业地产开发也存在较大的市场风险。但与商品房不一样的是，部分商业地产像办公楼、工业厂房缺乏

完全市场化的定价，同时，城投企业为了招商需要，在商业地产定价上可能会定的较低，从而导致商业地产开发的利润相对不高。

二、城投企业房地产业务开展现状

因承担政府保障性职能，城投企业进入房地产领域先由政策性住房开始，然后受到剥离融资职能、推进市场化转型影响，开始布局商业性地产，实现更为多元化的经营，打造造血功能。从目前来看，城投企业房地产业务开展有如下特点：

（一）城投企业进入房地产业具有优势，房地产已成为城投企业一项重要业务

相比其他企业，城投企业从事房地产开发具有一定的优势。首先是经验优势。作为地方重要的城市开发建设平台，城投公司长期从事土地整理、基础设施项目建设等业务，在此过程中积累了丰富的建设、管理和运营经验，而房地产开发业务与这些业务具有一定关联度，城投对房地产开发产业链上下游相对熟悉，开展难度相对较小。其次是政策和资源优势。作为政府出资的企业，城投企业背靠政府，掌握了一定的区域资源，同时，在政策上也更能获得政府的支持，尤其是目前大量房企陷入资金链压力加大导致交付困难的阶段，城投企业承担了“保交楼、稳民生”的任务，面临着进入房地产业的重要机遇。再者是融资优势。房地产企业受到种种融资上的约束，特别是2020年出台了“三道红线”，成为压倒部分房地产企业的一根稻草，但城投企业进军房地产业尤其是商业性地产领域却并没有太多的政策约束，同时，城投公司通常拥有良好的银企关系，尤其是拥有区域内的金融资源（地方银行、金控公司、担保公司等金融机构）的支持。从数据上来看，据万德资讯，截至2023年7月底，有存量城投债的城投企业3008家，公开资料显示正从事房地产业务的企业1305家，

占比43.8%，占比较高，房地产业已成为城投企业一项重要的业务。

（二）房地产业务在城投业务中占比并不高，部分企业房地产业务开始出现萎缩

尽管房地产业务已成为城投企业一项重要业务，但房地产业务规模在城投企业业务中占比并不高。据万德资讯，正从事房地产业务的1305家企业中房地产业务占比超过50%¹的企业只有154家，占比11.8%，占比并不高。同时，部分企业房地产业务开始出现萎缩，萎缩的原因，一方面因地方政府对政策性住房的需求下降，导致政策性住房建设减少，以青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司为例，根据评级报告，公司保障房于2018年及以前年度基本完工并已基本销售完成，近年来无新增安置房项目。另一方面因房地产行业陷入低迷，商业性地产开发风险上升，部分城投企业谨慎观望，甚至退出。以济宁市兖州区惠民城建投资有限公司为例，根据评级报告，公司拥有商品住宅的建设和销售业务，受房地产市场影响，2021年公司该业务收入继续下降，毛利润呈现亏损，2021年全年无新增可售房产项目，也无拟建房地产项目。

（三）房地产业务中政策性住房利润因模式而异，商业性地产利润相对较高

从政策性住房来看，由于其公益性项目的属性，由政府定价利润空间相对较低。但政策性住房利润空间也因模式而异，如果是委托代建和政府购买服务，政府给的管理费可能较低，而定向销售模式属于更为市场化的方式，部分城投企业由于区域环境较好，剩余安置房和配套商业设施销售利润空间较高，不仅平衡了收益，还有较高的利润空间。以绍兴市镜湖新区开发集团有限公司为例，根据债券募集说明书，2019年前该公司以委托代建模式从事保障

1 这一占比是根据2022年的业务数据

房建设，政府给与的管理费在6%-6.5%之间，保障房建设毛利率2017年到2019年间分别为5.94%、4.88%和4.93%，但以定向销售方式开展保障房建设后，余房拍卖的毛利明显较高，2020年和2020年余房拍卖的毛利率分别为22.88%和23.45%，相比之下保障房毛利率则为4.27%和3.28%，余房拍卖明显提高了保障房业务盈利水平。

从商业性地产来看，商业性地产利润空间一般较高。通过对从事商业性地产的城投企业进行筛选，选出65家近三年财务数据较齐的企业进行统计，2020年到2022年间，这些企业平均毛利率分别为33.82%、25.88%、20.70%，反映出从事商业性地产利润空间相对较高。不过，值得注意的是，由于当前房地产行业陷入低迷，这些商业性地产利润空间也出现逐年萎缩。

三、城投企业房地产业务信用风险关注点

城投企业从事房地产业务，因房地产开发项目类型的不同，其信用风险关注点有相同点，但也存在较大的差异。

（一）相同点

无论是政策性住房的开发，还是商业性地产的开发，城投企业均会受到以下因素的影响：

首先，房地产开发业务受行业景气度和政策因素影响较大，如果房地产行业景气度下降，将会影响到城投企业房地产业务的去化和收入来源，即使政策性住房有固定的销售对象，但房地产行业景气度会影响到对其的定价，进而影响到城投企业的盈利能力。同时，政府可以从行政、税收、金融、信贷等多方面对房地产行业进行调控，从而对房地产行业景气度产生重要影响，比如2021年以来政府要求房地产领域去杠杆，导致部分房企陷入困境。因而，从外部环境来看，房地产行业景气度和房地产政策成为城

投企业房地产业务信用风险的重要关注点。

其次，房地产业务受区域经济社会发展程度的影响较大，不同区域的经济产业发展水平、人口、人均可支配收入、房地产供需格局等因素对房地产业务发展前景具有重要的影响，一般而言，房地产项目布局在经济欠发达、产业支撑不足、人口长期呈净流出状态的地区，将比其他地区面临更大的去化压力，像近年来出现了黑龙江鹤岗、辽宁阜新等网红城市房价持续走低的现象。而城投企业作为地方政府出资设立的企业，其活动范围一般仅限于当地，区域经济社会发展程度更是易对其产生巨大的影响，其中包括对政府性住房的开发。因而，对区域经济社会发展状况的考察，也成为对城投企业房地产业务风险的重要关注点。

再者，由于房地产开发周期较长，投资规模较大，会对城投企业资产流动性和债务规模产生重要影响。房地产开发会对城投企业资金形成较大的挤占，导致城投企业资产流动性下降，现金流受到挤压，从而使得企业短期偿债能力出现下降，同时，因加大举债规模以应对房地产投资支出的增加，城投企业债务规模将会加大，财务杠杆也将会上升，从而影响到企业长期偿债能力。因而，关注房地产项目的去化和回款，关注存货的周转时间，关注企业财务杠杆和财务弹性，成为考察城投企业房地产业务风险的重要方面。

（二）不同点

由于政策性住房和商业性地产的开发在面向的销售对象、建设模式等方面存在巨大的差异，因而两种业务其风险关注点也存在重大的差别。

一是，在业务发展上，商业性地产业务的发展受市场供求影响较大，而政策性住房的开发更多的受政策规划的影响，因而，其业务的可持续性上存在较大的差异。由于

业务上的可持续性影响到城投企业的收入来源，如果业务上不具有可持续性，将对城投企业偿债能力会产生重要影响。因而，对于商业性地产业务，更多的需要关注市场供需格局和市场价格走势，以及企业土地储备情况，而对于政策性住房业务，则需要重点考察这些业务在政策上的可持续性。

二是，在业务经营上，商业性地产业务的发展对企业经营能力的要求较高，要求企业有能发掘市场机会、适应市场变化的能力，企业需要在管理、人才、技术等方面建立核心竞争力，但政策性住房业务的发展对企业经营能力的要求较低，与政府关系的协调能力则要求较高。因而，对于商业性地产业务，更多的需要关注企业包括管理、技术等在内的经营能力，而对于政策性住房业务，更多的需要关注企业与政府的关系和平台地位。

三是，在盈利能力上，商业性地产业务的定价更多受市场因素比如市场价格走势、项目所处位置等的影响，而政策性住房定价由政府确定，但盈利能力因开发模式的不同而不同，委托代建模式由政府在建设成本的基础上以一定的比例加成，定向销售模式则按政府定价定向销售，政府给与一定的补贴以获得平衡资金。因而，对于商业性地产业务盈利能力的考察，应当重点关注项目所处位置、市场价格水平与建设成本之间的差距等因素，而对于政策性住房则需重点关注政府加成比例和政府对于城投企业的补贴情况，如果通过政策性住房余房出售实现资金平衡，则还需和商业性地产一样考察市场因素的影响。

四是，在销售回款上，商业性地产的销售受市场需求的影响，由于预售制的存在，销售对象往往提前预付房款，但政策性住房的销售主要受政府回购或定向销售对象需求的影响。因而，商业性地产重点关注去化情况，而政

策性住房主要关注政府回购进度。政策性住房如果采用政府购买服务和委托代建模式，回款进度则取决于地方政府财政状况，如果地方政府财政支付较慢，导致项目回款较慢，会造成城投企业资金大量沉淀于存货或应收账款上，从而引起城投企业资产流动性下降。对于定向销售模式，项目的收益平衡状况则主要取决于剩余安置房及配套商业设施的销售情况或者政府补贴，如果财政补贴发放较慢或者剩余安置房及配套商业设施的销售较慢，可能会导致城投企业出现阶段性亏损。

五是，在项目去化上，商业性地产项目所处位置、地段会影响到其去化，因为优质地段和区位不仅易去化，销售价格也较高，但政策性住房的去化受位置和地段的影响较小。因而，对于商业性地产项目，需要重点关注这些项目所处位置和地段，但对政策性住房则对此的要求较低。

六是，在债务性质上，商业性地产属于城投企业经营性项目，发展商业性地产所举借的债务属于经营性负债，偿债来源应当是城投企业经营性现金流入，但政策性住房属于公益性项目，从事政策性住房所举借的债务一定意义上属于政府性债务，应当由政府负起偿还责任。因而，由于两种债务性质上的不同，对从事商业性地产业务信用风险的考察，应当侧重于对这些项目现金流产生能力，而对于从事政策性住房信用风险的考察，应当侧重于政府财政支付能力的考察。

七是，从商业性地产来看，尽管商品房和商业地产业务风险均受到区域经济社会发展状况的影响，但商品房业务更多受到人口规模和人口流入、人均可支配收入等因素的影响，而商业地产由于面向的是企业，因而，其风险更多地取决于当地产业经济的发展情况，区域内产业结构和产业升级状况等因素对产业地产更具重要影响。

表1 城投公司不同类型住房风险关注点

	商业性地产	政策性住房	
相同点	受行业景气度和政策因素影响较大		
	受区域经济社会发展程度的影响较大		
	房地产开发特点，会对城投企业资产流动性和债务规模产生重要影响		
不同点	业务发展	主要受市场供求影响	受政策规划的影响
	业务经营	对企业开发能力的要求较高	对企业开发能力的要求较低
	盈利能力	定价更多受市场因素比如市场价格走势、项目所处地段的影响	政策性住房定价由政府确定，但盈利能力因开发模式的不同而不同
	销售回款	由于预售制的存在，销售对象往往提前预付房款	政策性住房的销售主要受政府回购或定向销售对象需求的影响
	项目去化	项目所处位置、地段会影响到其去化	项目去化受所处位置、地段影响较小
	债务性质	经营性负债	政府性债务

数据来源：同花顺，中证鹏元整理

四、城投企业房地产业务风险展望

房地产风险上升背景下，城投企业房地产业务信用风险未来将如何发展？我们认为：

首先，与目前地产商多数暴雷不同，城投企业房地产业务暴雷风险较小，主要是由于城投企业业务中传统的基础设施建设业务仍然占据主导地位，房地产业务规模占比仍然较小，目前城投企业发展房地产业务更多的只是一种面向市场化的转型探索，是一种向多元化业务结构发展的有益尝试。同时，城投企业房地产业务目前也仍然以安置房、保障房的建设为主，涉及到商业地产的企业较少，而这些政策性住房业务风险主要来自于财政支付能力，虽然目前因经济下行压力加大，地方财政收入增长承压，但政府偿债能力风险仍然整体可控。因而，当前房地产行业风险上升影响较大的主要是商业性地产，但由于城投企业这块业务规模较小，其暴雷风险也较小。

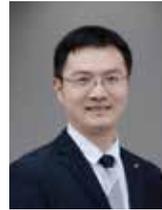
其次，城投企业房地产业务尽管信用风险可控，但经营风险仍将会上升。由于房地产行业目前仍然在持续调整中，房价仍未企稳，对于涉及到商品房业务的城投企业，

其盈利能力将会下降，从而经营风险会上升。而对于涉及到政策性住房的城投企业，虽然政策性住房有固定的销售对象，但在房价下跌下，由于需要保障的人群相对会减少，政府将缩减政策性住房的建设，即使是目前国务院部署超大特大城市城中村改造，但由于涉及的城市有限，且更多的会以货币化安置方式，在此情况下不影响到政策性住房需求的下降，因而，由于政策性住房需求下降，城投企业政策性住房业务将会面临一定的可持续性风险。

再者，城投企业房地产业务区域风险分化将会更为明显。房地产行业受区域经济社会发展情况的影响较大，比如，即使在当前房地产行业陷入低迷下，上海、杭州等地的楼市情况仍然较好，根据克而瑞数据，今年前6个月，杭州全市商品房成交面积达到735万方，较去年同期增加45%；成交金额超过2403亿元，同比提高46%。由于城投企业房地产业务具有明显的区域性，因而，目前房地产市场发展状况较好的地方，该区域城投企业房地产业务仍将会取得较好的发展，风险也相对较小，但房地产市场陷入低迷的区域，该区域城投企业房地产业务风险将会明显放大。

另外，“一揽子”化债方案下将有利于城投企业风险缓释，包括房地产业务风险。今年以来，由于地方财政收入尤其是土地财政收入不断萎缩，部分地区城投企业风险明显上升，负面舆情不断出现。7月24日中共中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，传递出了化解地方债务风险的积极信号。目前“一揽子”化债方案仍没有明确的公布，市场更多的推测“一揽子”化债将会扩大隐性债务甄别范围，同时通过

发行特殊再融资债券置换隐性债务，因城投企业是隐性债务的承载主体，因而化债将会明显利好城投企业，将会缓释包括房地产业务风险在内的债务风险爆发。



吴志武

中证鹏元研究发展部高级董事，主要从事债券市场发展及创新、信用风险、地方投融资等研究工作。

Special Research

CSCI PENGYUAN

专题研究

科创债的现在与未来

© 研究发展部 高慧珂

一、科创债券发展概述

党的十八大首次提出实施创新驱动发展战略。十九大明确提出，加快建设创新型国家，明确到2035年跻身创新型国家前列的战略目标。党的二十大报告作出了加快实现高水平科技自立自强的战略部署，明确科技创新为实现高质量发展的必由之路。

国家高度重视科创企业的发展壮大，努力为其营造有利的政策环境，针对其融资问题，从供给侧发力，不断出台政策加大金融支持力度，推动建立完善多层次科技金融服务体系。2016年起大力发展投贷联动等积极鼓励商业银行、创投等将资金投向高科技、高附加值的新兴产业，2019年推出科创板、2021年北交所开市，进一步畅通了科创企业的上市融资渠道，使得众多优质科创企业能够通过上市获得资金支持创新研发。债券市场方面，各部门从2015年起便陆续推出了战略性新兴产业专项债、双创类债券、高成长债等多种专项工具支持科创企业债券融资。

2021年以来，科创类融资产品被升级为科创债券。2021年3月，沪深交易所启动科技创新公司债券试点工作，首批科技创新公司债发行。2022年3月5日，《政府工作报告》中指出需要落实支持民营经济发展的政策措施，鼓励引导民营企业改革创新，完善民营企业债券融资支持机制。为了落实政府工作报告工作要求，2022年3月27日，证监会表示将推出科技创新公司债券，优先重点支持高新技术和战略性新兴产业领域民营企业发债融资，同年5月20日，上交所、深交所分别发布科创债券发行指引，正式推出科创债券，同日，交易商协会发布科创票据相关通知，将科创类融资产品工具箱升级为科创票据。2022年11月、2023年4月，《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》和《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》的发布进一步推动债券市场支持科技创新。2023年7月，交易商协会创新推出混合型科创票据，贴合科创企业特色，围绕条款和增信方式进行创新，注重股债联动，提升科创企业发债融资的可得性和债券投资者的积极性。

表1 科创债券政策梳理

时间	发文机构	政策
2021.3	沪深交易所	启动科技创新公司债券试点工作，首批科技创新公司债券发行。
2022.5	证监会指导上海证券交易所和深圳证券交易所 交易所在前期试点基础上正式推出科技创新公司债券	1.科技创新债旨在加强债券市场对科技创新领域的精准支持和资金直达，主要服务于科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类等四类发行人，重点支持高新技术产业、战略性新兴产业和传统产业转型升级等领域的融资需求； 2.沪深交易所将在审核流程、资金用途等方面提供配套支持，同时也对科技创新专项信息披露作出针对性安排，要求中介机构切实履行核查责任。

时间	发文机构	政策
2022.5	上海证券交易所《公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券》	1、明确发债主体范围，支持科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类四类发行人； 2、明确支持方式，可通过研发投入、项目建设、并购、运营及权益出资等多种方式投向科创领域，并允许用于置换前期投资； 3、明确信息披露及核查规范，对于不同类型主体及不同募集资金用途，分别提出详细的信息披露及中介机构核查要求；
2022.5	深圳证券交易所《公司债券创新品种业务指引第6号——科技创新公司债券》	4、明确配套支持措施，包括对优质、成熟科创发行人给予统一申报、提前申报等优化安排，鼓励发行人创新发行条款和募集资金用途，放宽关键核心技术攻关、非公开发行科技创新公司债券的财报期限等。
2022.5	交易商协会《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》	在总结科技创新主题高成长型企业债务融资工具、双创专项债务融资工具和创投企业债务融资工具三大既有科创概念融资产品的实践经验基础上，升级推出科创票据。
2022.11	证监会 国资委《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》	优化债券融资服务机制，鼓励金融机构加大业务投入，发挥中央企业“链长”作用，鼓励央企子公司发行科技创新公司债券，支持中央企业开展基础设施REITs试点等。
2023.4	证监会《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》	从优化融资服务机制、扩大科技创新资金供给、提升科创债交易流动性、健全科创债评价考核制度、加强工作协同配合等五个方面进一步推动债券市场支持科技创新。
2023.7	交易商协会创新推出混合型科创票据	贴合科创企业特色，围绕条款和增信方式进行创新，注重股债联动，提升科创企业发债融资的可行性和债券投资者的积极性。

资料来源：中证鹏元整理

2023年以来，科技创新战略地位持续凸显，多项文件/会议均提及债券市场对科创领域的支持，详见下表。在政策的重视和推动下，2023年以来，科创债券市场扩容提速明显。

表2 2023年以来，多项文件/会议均提及债券市场对科创领域的支持

时间	文件/会议	主要内容
2023年6月	上交所科技创新公司债券高质量发展座谈及调研会	听取了参会企业科技创新领域投融资情况、科技创新公司债券发行情况、主要问题及意见建议，并就如何进一步优化科技创新金融服务支持机制、引导金融资源精准支持高水平科技自立自强等重要问题进行深入讨论。
2023年6月	交易商协会《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》	拓宽科技型企业融资渠道。支持专精特新“小巨人”等科技型企业注册发行主体类科创票据，支持各类企业注册发行用途类科创票据，助力科技型企业发展。丰富科创票据结构设计，满足科技型企业股权性资金需求，提升资本市场对科技型企业全生命周期的融资服务功能。
2023年6月	交易商协会《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能 增强服务实体经济质效的通知》	服务科技型企业提升效能。支持不同发展阶段的科技型企业使用战略性新兴产业和高精尖产业的专利权、商标权等存量知识产权为标的资产，以知识产权质押贷款、许可使用费及融资租赁等多种模式开展证券化融资，为科技型企业提供多元化接力式金融服务，积极探索交易结构和模式创新，盘活企业无形资产，加快创新价值流动。
2023年7月	中共中央 国务院《关于促进民营经济发展壮大的意见》	鼓励符合条件的民营企业发行科技创新公司债券。
2023年7月	国务院政策例行吹风会“金融支持科技创新，做强做优实体经济”	在债券市场方面，人民银行副行长提到，要通过增强债券市场支持科技创新能力，帮助科创企业降低发展门槛、拓展直接融资渠道。具体措施包括，进一步推动扩大科技型企业发债规模，研究推进高收益债券市场建设，丰富科创类债券产品，优化科创型企业发债融资环境，包括评级机构、评级方法、评级覆盖面等。
2023年9月	深交所“创新成长·国防科技工业产业链专题活动”	提升债市服务质效，实行科创债“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策，加强债券市场对科技创新的精准支持。

资料来源：中证鹏元整理

二、科创债券市场全貌

当前，科创债券分为科创公司债券和科创票据，两者均可分为主体类和用途类，主体类即科技创新企业发行的，用途类即非科技创新企业发行、募集资金用于科创领域。从具体的发行规则看，科创公司债在发行主体、资金用途等科创属性认定上相比科创票据有更为严格的要求。在发行主体要求上，科创公司债要求主体类发行人在科创

领域的研发投入、收入或专利数量等某一方面符合一定硬性条件，用途类发行人也设有一定门槛；而科创票据仅要求主体类发行人具备至少一项科技创新称号即可，用途类发行人资质无特殊要求。在用途类科创债券对募集资金用于科创领域的比例要求上，科创公司债要求该比例不低于70%，且用于产业园区或孵化基础设施比例不超过30%，而科创票据该比例要求为不低于50%。

表3 交易所科创债和交易商协会科创票据对比

	科创公司债券	科创票据
发行人要求	四类发行人，第1类为主体类，第2~4类为用途类： 1. 科创企业类：要求具有显著的科技创新属性，并符合以下情形之一：①近3年研发支出占营业收入5%以上或累计投入6000万元以上；②报告期内科创领域收入占营业收入的50%以上；③核心技术或主营业务收入的发明专利30项以上，或50项目著作权的软件行业企业； 2. 科创升级类：用于助推升级现有产业结构，提升创新能力、竞争力和综合实力，促进新技术产业化、规模化应用，推动战略性新兴产业加快发展。 3. 科技投资类：按规定创设的向科创企业进行股权投资的公司制创投基金或创投基金管理机构，或主体或债项AA+以上，报告期内创投收入30%以上的企业。 4. 科创孵化类：主体AA+以上，主营业务围绕国家级高新技术产业开发区运营，且创新要素集聚能力突出，科创孵化成果显著的重点园区企业。	两类发行人： 1. 发行主体类科创票据的科创企业，需具备至少一项国家企业技术中心、高新技术企业、制造业单项冠军、专精特新“小巨人”、技术创新示范企业或智能制造示范工厂（优秀场景）等科技创新称号。 2. 发行用途类科创票据的非科创企业，无硬性要求。
募集资金要求	用于科创领域的资金要求：不低于70%，其中用于产业园区或孵化基础设施比例不超过30%。	用于科创领域的资金要求：不低于50%
支持方式	研发支出；科创项目建设、运营、并购或；产业园孵化项目建设或孵化基地运营；对科创领域权益出资；建设科创研发平台或新型研发机构；偿付产业链款项；12个月内投资支出置换。	科创项目建设或偿还对应存量债务；产业园孵化项目建设或孵化基地运营；对科创领域权益出资；支持符合科创条件的子公司发展。

资料来源：中证鹏元整理

科创债券最早发行于2021年3月，即科创公司债试点阶段。截止2023年7月31日，国内共发行科创债券6,723.03亿元。2022年5月，交易所和交易商协会出台科创债券发行规则后，科创债券市场迎来第一次扩容。2023年以来，随着政策的推动，科创债市场扩容速度明显加快，1-7月，共发行科创债3,895.80亿元。分市场看，交易所市场共发行科创债券3,012.62亿元（包括公司债、可交换债、资产支持证券，以公司债为主），银行间债券市场共发行科创债券3,710.41亿元（包括短期融资券、中期票据、资产支持票据、定向工具，以短期融资券为主）。2022年，短期融资券发行规模最大，2023年1-7月，公司债发行规模1,618.40

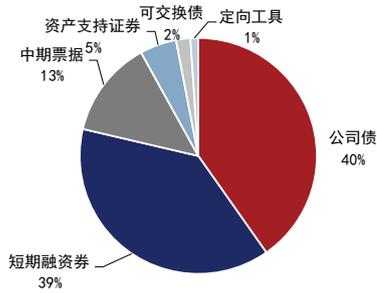
亿元，超过短期融资券（1,578.50亿元），成为第一大品种。

图1 科创债发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

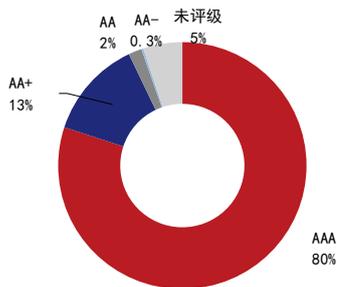
图2 科创债债券类型分布



注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

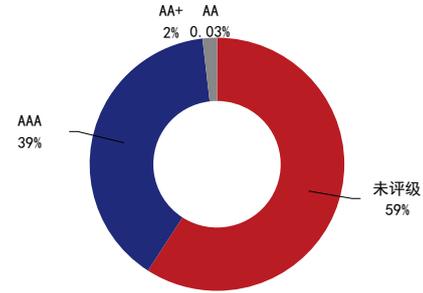
发行科创债的企业主体级别分布在AA-级~AAA级，以AAA级为主，AAA级主体融资规模占比80%。有债项评级信息的科创债中，级别分布在AA级~AAA级，AAA级占比95.52%。41只债券通过第三方担保方式为科创债增信，4只科创债进行了质押增信（3只为可交债，1只为混合型科创票据）。

图3 科创债发行主体级别以AAA级为主



注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 科创债债项级别以AAA级为主

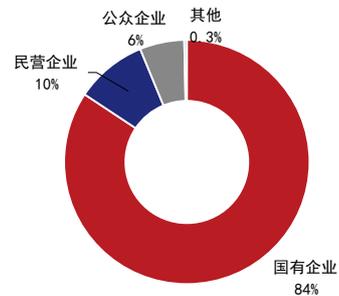


注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从企业性质看，国企是科创债的发行主力，发行规模占比84%，民企发行规模占比仅10%。此外，城投公司发行科创债236.10亿元，占比3,51%。

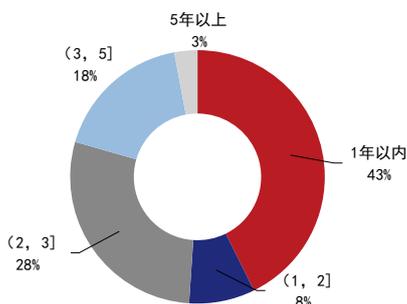
从债券期限分布看，科创票据以1年期以内短期限为主，而科创公司债券的发行期限则以3年期为主。可续期科创债发行100只，规模1,460亿元。由于可续期债一般在第一个周期未会进行赎回，所以考察债券期限时，以第一个周期的期限为准，例如一只可续期债的期限结构为3+N，该只债券的期限按3年期统计。

图5 科创债发行主体以国有企业为主



注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 科创债券期限以短期限为主

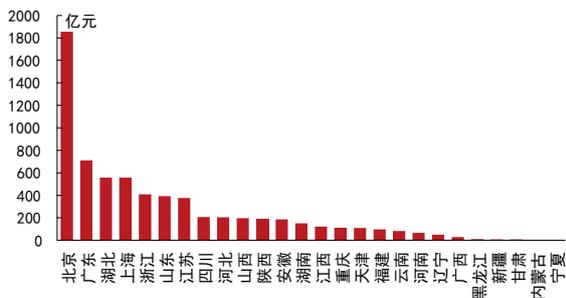


注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从发行主体区域分布看，北京发行量最大，发行规模1,854.34亿元，接下来是广东、湖北、上海，发行规模在500亿元~800亿元之间，浙江、山东、江苏的发行规模在300亿元~500亿元之间。

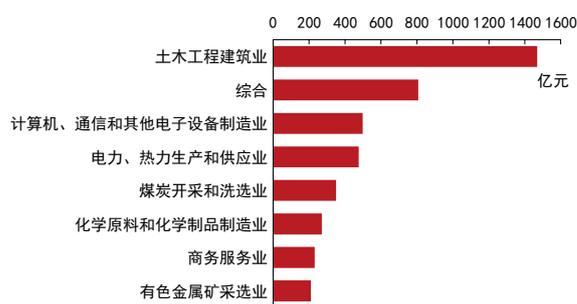
科创债券发行人行业分布（按证监会大类行业分布统计）方面，发行规模在200亿元以上的行业如图7所示。可以发现，科创债发行人仍以传统行业为主，土木工程建筑业发行规模最大，为1,469亿元。计算机、通信和其他电子设备制造业发行规模498.10亿元，位居第三位。

图7 科创债发行主体区域分布



注：按发行规模统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 科创债规模在200亿元以上的行业分布



注：不包含资产支持证券
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年7月，交易商协会推出混合科创票据。其中，5单创新设计浮动利率跳升条款，浮动利率部分挂钩投资标的收益率或估值增长率，1单创新设计转股选择权（可转换为标的基金份额）条款，这两类创新设计，均是为了放大投资者收益空间，使投资者在获得固定收益的基础上，能够分享科创类企业未来成长带来的部分额外收益，提高债券投资者积极性，非常适合种子期、初创期、成长期等未来发展预期强的科创企业。这两类创新设计体现了股债联动支持科创企业发债，转股选择权的创新设计直接体现了股债联动，除此之外，股债联动还体现在：其一，发行人通过债券融资，将资金用于科创企业股权出资；其二，债券浮动收益部分挂钩科创企业未来估值。另一单混合型科创票据的创新之处体现在增信措施上，由发行人拥有的专利权进行质押担保，这一创新也非常符合科创企业需求，因为科创企业缺乏可用于抵质押的传统实体资产，其核心资产即知识产权，探索知识产权质押发债融资，可以提升科创企业发债融资的可得性。

表4 混合科创票据详情

证券简称	发行日期	规模 (亿元)	期限 (年)	主体级别	特殊条款
23宜宾发展MTN001(混合型科创票据)	2023-07-24	2.40	3	AAA	于第2年末设置浮动利率跳升条款，若第2个计息年度付息日前20个工作日内发行人本次投资实现退出并达到投资收益目标(目标收益率为300%)，则第3个计息年度的票面利率调整为基础票面利率加10个基点；若第2个计息年度付息日前20个工作日内发行人本次投资实现退出并达到投资收益目标的150%，则第3个计息年度的票面利率调整为基础票面利率加20个基点；若第2个计息年度付息日前20个工作日内发行人本次投资实现退出并达到投资收益目标的200%，则第3个计息年度的票面利率调整为基础票面利率加30个基点。
23川发展MTN002(混合型科创票据)	2023-07-24	1.50	3	AAA	于第2年末附加浮动利率跳升，挂钩并购标的公司的估值增长率：(1) 当估值增长率等于或低于5%，浮动利率为 0BP；(2) 当估值增长率高于20%时，浮动利率为 20BP；(3) 当估值增长率介于5%至20%区间时，按照估值增长率换算为BP的实际数值确认浮动利率，即估值增长率为x%时，浮动利率为xBP。
23临港经济MTN001(混合型科创票据)	2023-07-24	3.00	3+2	AAA	附有转股选择权，即投资人在中期票据存续期内的转股选择权的行权期有权利通过特定方式将本期中期票据转换为标的基金的特定数量的财产份额。
23陕投集团MTN005(混合型科创票据)	2023-07-24	10.00	3+2	AAA	于第2年末附加浮动利率跳升，浮动利率定价参照发行人对项目公司估值增长率确定：(1) 当估值增长率等于或低于5%时，浮动利率为0BP；(2) 当估值增长率等于或高于20%时，浮动利率为20BP；(3) 当估值增长率介于5%至20%区间时，按照估值增长率换算为BP的实际数值确认浮动利率，即估值增长率为x%时，浮动利率为xBP。
23南京交建MTN001(混合型科创票据)	2023-07-24	1.50	5	AAA	于第4年末设置浮动利率跳升条款，浮动利率挂钩基金现金分配收益率：(1) 当投资收益率等于或低于15%时，利率为基础票面利率保持不变；(2) 当投资收益率介于15%至20%区间时，利率为基础票面利率+10BP；(3) 当投资收益率等于或高于20%时，利率为基础票面利率+30BP。
23湖北路桥MTN002(混合型科创票据)	2023-07-24	1.60	2+1	AA	以发行人合法享有的135项专利权为本期债务融资工具提供质押担保。
23兴泰金融PPN001(混合型科创票据)	2023-07-24	2.00	2+1	AAA	于第2年末设置浮动利率跳升条款，浮动利率挂钩两只标的基金，根据标的基金复合年均收益率确定票面利率调整幅度。

资料来源：中证鹏元整理

三、科创债券未来发展建议

(一) 构建科创企业全生命周期债券融资支持体系

目前，科创企业的债券融资主体以大型的国有企业为主，信用等级整体偏高，而对中小科创企业覆盖面低，这类科创企业具有资产规模偏小、内部管理机制不完善、轻资产性、现金流不稳定、高成长性和高风险性并存、多为民营企业、获得的外部支持有限等一系列特征，多方面影响其未来盈利能力，导致难以达到债券发行门槛。综合来看，债券市

场支持科创企业融资制度起步较晚，相关的制度和基础设施不够完善，短期内仍有发展制度和模式的壁垒和困难，债券市场对科创企业的融资支持力度有待提升。未来，应持续构建科创企业全生命周期债券融资支持体系，支持不同发展阶段的科技创新企业高质量发展。包括设计顶层制度和规则，扩大发行主体范围，完善各项配套政策比如注册、审核、备案、信息披露、流动性、违约风险处置和分担机制等，鼓励运用优惠政策比如给予发行科创债券的企业奖励、贴息补助、担保补贴、税收优惠等。

（二）引导科创债券市场重视非财务信息

科创企业以轻资产运营为主，主要持有知识产权等无形资产，财务指标表现相对较弱。目前债券市场对这类体现发行人科技研发能力的信息重视度不够，风险评估考量比较保守，因而难以准确、充分地体现科创企业的经营情况和信用风险水平。科创债券发行人应突出披露科创属性、科创领域资金用途等内容，引导信用评级机构、投资者重视此类非财务信息对发行人投资价值及经营和财务风险的影响。在信用分析中，不仅仅停留在核心财务指标的考察，还应将重心放在对无形资产、技术变革，行业发展前景、融资渠道、期限结构、表外因素等背后信息的分析，这有助于更准确地把握科创债的真实信用风险水平。

（三）持续加强产品创新的广度和深度

当前，科创债券市场推出了混合型科创票据，虽然赋予了债券投资者分享额外收益的可能性，但是利率上浮的条件要求较高，且上浮幅度较低，最高是40BP。例如，宜宾发展控股集团有限公司的混合型科创票据利率跳升的触发条件是“发行人投资实现退出（标的公司IPO后，发行人通过二级市场出售所持股票的90%以上（含））并达到投资收益目标（目标收益类为300%）”，即科创票据利率能否跳升取决于3个条件：标的公司能否成功IPO、发行人能否完成90%以上的股票出售、投资收益率能否达到300%以上，达到条件后，根据投资收益率情况，科创票据利率仅跳升10BP-30BP。此外，混合型科创票据发行人均是国企，在当前激发民营经济活力、支持民营企业融资、鼓励民营企业科技创新的背景下，民营类科创企业的参与积极性需要提高。

未来，科创债券市场需要根据不同阶段的科创企业风险特征，持续加强产品创新的广度和深度。例如，更加灵活地设计利率上浮的条件和幅度，增加对债券投资者的吸引力。再如，目前混合型科创票据的创新之处着眼于投资标的未来发展前景好，能给投资者带来额外收益，但是，需要意识到，科创企业未来发展具有不确定性，极端情况下，债券面临违约可能，未来在产品创新中，可以考虑结合信用风险缓释工具等，创新对投资者的保护条款。最后，还可以探索发行科创项目收益债券，将募集资金用于科创项目的技术开发与商业运营，运营收益用于偿还债券本息。

（四）完善多元化科创债券增信机制

鉴于多数科创企业自身信用资质弱，要想发行科创债，均需要进行增信。科创企业因大部分资产都是专利、知识产权等无形资产，而非厂房、机器设备等有形资产，这决定了其可抵质押的资产较少。而寻找第三方担保的成本较高，担保费用与发债规模挂钩，增信成本的增加会大幅推升科创企业发债融资成本，降低发债积极性。

因此，需要完善多元化的科创债券增信机制。首先，应鼓励政策性融资担保机构、国家级融资担保基金加大对科创债券的增信支持力度；其次可以鼓励保险公司、再保险公司开发针对科创债券的信用保证保险；第三，持续推动科创企业以自身知识产权相关资产或收益为其发行科创债质押增信，针对知识产权处置难、风控难、评估难的重点难点问题，可以建立由政策性担保机构、再担保机构、担保基金、信用保证保险等共同分担的知识产权质押融资风险分担机制；第四，提高信用保护工具在科创企业融资的应用，提升企业融资效率、缓解融资难融资贵。

（五）加快建立我国高收益债券市场

高收益债券市场的建设是推动科创债券市场发展的重要抓手。借鉴境外高收益债市场的发展经验，为推动我国高收益债券市场发展，可以从以下方面着手：一是结合我国发展初期的现状和投资者风险偏好，适当降低债券的发行要求，简化流程和手续，加强信息披露和投资者权益保护；二是培育高风险承受能力的科创债投资者，设置合格投资者准入门槛，完善相关制度，提高市场流动性；三是加强投资者保护，包括多元化债券投资人保护条款设计、

完善受托管理人制度、明确风险处置机制等；四是提高信息披露的透明度，强化对发行人和中介机构的行为约束；五是完善做市商制度，提高交易活跃度。



高慧珂

中南大学会计学硕士，中国注册会计师（CPA），现任中证鹏元研究发展部资深研究员、高级董事，主要从事评级理论与实务、债券市场发展及创新、信用风险、绿色债、地方投融资等研究工作。

城投公司拿地后，适宜做哪些类型的项目？

◎ 研究发展部 袁荃荃

作为地方基础设施建设投融资主体，城投公司主要围绕土地开展业务，也获得了来自于当地政府注入的大规模土地资产；2021年下半年至今，城投拿地经历了急剧升温又逐渐退潮的过程，但这一轮“托底”客观上为其带来了更多的土地使用权资产增量。上述两个因素叠加，决定了城投体内拥有规模庞大的土地使用权资产，而这些资产的质量如何、运营效率如何都直接关乎城投公司的信用状况，进而影响投资者的切身利益。鉴于此，本文将着重阐述如何运用城投公司的财务报表、评级报告等披露出来的文件，去较为准确、全面地掌握其土地使用权资产的真实情况，以帮助投资者更好地识别风险及评估标的资产的性价比，同时本文还将对城投公司通过“招拍挂”获得土地使用权后适宜采用哪些业务模式进行分析探讨，为更多的城投拿地主体如何平衡风险与收益的关系提供思路。

一、如何看城投公司报表项目中的土地使用权？

城投公司所持有的土地使用权较多地集中在“存货”、“无形资产”、“投资性房地产”等财务报表项目。本文从2023年以来发行的城投债中，筛选出主体所属行业与土地业务高度相关的2614只债券样本（包括房地产开发、经营、服务、建筑与工程等），对相关报表项目上年末的时点数进行统计发现：“存货”、“无形资产”、“投资性房地产”的均值分别为243.87亿元、35.86亿

元、42.87亿元，在总资产中的占比均值分别为41.13%、3.26%、7.11%，三大项目在总资产中的合计占比均值达到51.50%。因此，对上述三大项目进行深入、细致的信息挖掘和分析，基本上能够掌握城投公司土地使用权资产的大体情况，比如规模多少、何种属性、什么用途、是否发生减值、有多大比例受限等，这有利于投资者更清晰地了解城投公司的资产质量、业务开展模式及持续性、盈利能力等，进而能帮助投资者更准确地判断城投公司的信用品质。接下来，本文将逐个地对不同报表项目中的土地使用权进行解析。

（一）“存货”中的土地使用权

通常，城投公司持有的用于开发商品住宅的土地使用权会在“存货”报表项目附注中有所体现。以黄石市众邦城市住房投资有限公司为例，2022年公司“存货”项目中“土地开发及土地使用权”的期末账面价值达到110.55亿元，其中土地使用权共计33宗，均为出让地，本期增加10.30亿元，主要系由公司年内通过挂牌、协议的方式取得多宗商品住房用地所致，地块较多地集中于黄石港区、下陆区。再以天津城市基础设施建设投资集团有限公司（简称“天津城投”）为例：截至2022年末，其存货的账面价值高达1389.34亿元，其中开发成本为1337.37亿元，主要是土地整理形成的土地储备以及通过“招拍挂”程序拿到的地块。从附注中可知，天津城投的三级子公司——

天津市津筑房地产开发有限公司（简称“津筑公司”，曾用名：天津市天房天都房地产开发有限公司，见图1）以河东区津滨大道与东兴立交桥交口东北侧地块（含四个地块，包括地块六、七、一、五）作为抵押物，向光大银行天津分行、工商银行天津东丽支行申请综合授信（额度20亿元）及贷款（额度8.05亿元），用于抵押的地块账面价值合计47.94亿元。经查，上述被抵押地块的编号为津东津（挂）2015-075号，由津筑公司的前身于2015年7月以41亿元的底价买获，土地出让面积约为15.8万m²，用途为城镇住宅、商服、科教，规划总建筑面积不大于45.677万m²，其中居住建筑面积不大于28.74万m²，约占总体量的63%。

图1 天津市津筑房地产开发有限公司股权结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

表1 萍乡城投2022年买获的部分地块（单位：万元）

地块	土地使用权人	成交价	土地用途
萍乡市主城区E编制单元E-10-4-1地块	萍乡市公共交通集团有限公司	8700	零售商业用地
萍乡市新城区中环北路西侧片区D1-D2-07-01-01地块	萍乡市公共交通集团有限公司	12000	零售商业用地
麻田镇MT-DJB-04-01地块	萍乡城投文化旅游发展有限公司	9995	旅馆用地

资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

另外，城投公司收到的政府无偿划拨的土地使用权也会在“无形资产”报表项目附注中有所体现。比如，荆门市城市建设投资有限公司在2022年财务报表中披露：“无形资产”中的“土地使用权”期初账面原价为45.52亿元，累计摊销6.78亿元，其中本期计提0.85亿元，未计提减值准

（二）“无形资产”中的土地使用权

通常，城投公司所持有的用于自建厂房、办公楼等的土地使用权会在“无形资产”报表项目附注中有所体现。比如，天津城投在2022年财务报表附注中披露：“无形资产”项目中的“土地使用权”的期初账面原价为4.46亿元，本期增加0.08亿元，累计摊销1.23亿元，未计提减值准备，期末账面价值为3.30亿元，不过大部分都因用于抵押融资而处于受限状态。具体而言，公司一级子公司市政投资下属的创业环保公司（主要从事水务投资运营）以土地使用权（山东公司）作为抵押物，向民生银行临沂沂水支行、农业银行郯城县支行贷款，截至资产负债表日的未结清贷款金额合计约2.80亿元。再比如，萍乡市城市建设投资集团有限公司（简称“萍乡城投”）在2022年财务报表附注中披露：“无形资产”中的“土地使用权”期初账面原价为0.15亿元，因购置增加3.05亿元，其他原因增加0.94亿元，其他原因减少0.077亿元，累计摊销0.03亿元，未计提减值准备，期末账面价值4.03亿元，2022年“无形资产”项目中“土地使用权”的增加主要系由其子公司萍乡城投文化旅游发展有限公司、萍乡市公共交通集团有限公司通过拍卖获得旅馆用地、零售商业用地所致（见表1）。

备，期末账面价值为38.74亿元，从评级报告中可知“无形资产”中的“土地使用权”均由当地政府于2014年以前无偿划入公司；再比如，咸阳市城市建设投资控股集团有限公司在2022年财务报表中披露：“无形资产”中的“土地使用权”期初账面原价为75.40亿元，本期因购置和企业合

并共增加3.48亿元，因处置、企业合并、转入投资性房地产共减少3.19亿元，累计摊销2.23亿元，未计提减值准备，期末账面价值为73.47亿元。从评级报告可知“无形资产”中的“土地使用权”大部分系由当地政府于2009年之前无偿划入公司，土地性质主要为商住用地，其中根据“咸泾管函[2010]39号”文件取得泾渭新区管委会划入公司的1,900亩土地使用权，期末账面价值15.36亿元，因地块规划待调整而未办妥产权证书。

（三）“投资性房地产”中的土地使用权

通常，城投公司所持有的以备增值后转让或用于出租的土地使用权会在“投资性房地产”报表项目附注中有所体现。比如，郑州城市发展集团有限公司在附注中披露：公司“投资性房地产”项目中的“土地使用权”以公允价值计量，期初余额为107.08亿元，转出0.73亿元，公允价值变动3.92亿元，期末余额合计110.27亿元，其中有64.44亿元尚未办妥产权证书。再比如，徐州市产城发展集团有

限公司在附注中披露：公司“投资性房地产”项目中的“土地使用权”以公允价值计量，主要包括锦江之星、创意68文化产业园、科技广场海宝楼、天嘉化工办公楼等地块，期初余额为3.67亿元，转入0.37亿元，公允价值变动为-0.017亿元，期末余额合计4.023亿元（见表2）。需要提示的是，城投公司“投资性房地产”项目中的“土地使用权”较多以公允价值模式计量，上述两个案例均是如此；少数情况下则以成本模式计量。比如，云南省建设投资控股集团有限公司在附注中披露：公司“投资性房地产”项目中的“土地使用权”按成本计量，账面原值的期初账面原价为54.85亿元，本年增加5.85亿元，累计摊销10.43亿元，本年计提2.08亿元，未发生减值，期末账面价值为50.27亿元；2022年“投资性房地产”项目中“土地使用权”的增加主要系由其子公司云南省房地产开发经营（集团）有限公司、云南建投资产运营有限公司、云南建投物流有限公司等通过挂牌程序买获的城镇住宅用地、工业用地。

表2 徐州产城“投资性房地产”之“土地使用权”明细（单位：万元）

地块	成本	公允价值变动 (购买日至期末)	公允价值变动 (期初至期末)	期末余额
锦江之星	3935.69	2995.17	-34.31	6930.86
创意68文化产业园	11510.35	6325.97	-112.41	17836.32
科技广场海宝楼	5427.29	-210.04	-10.95	5217.25
天嘉化工办公楼	4905.86	1682.24	-10.28	6588.10
合计	25779.19	10793.34	-167.95	36572.53

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

综上，笔者通过案例介绍了如何去看城投公司不同报表项目中的土地使用权，不过需要提醒的是：很多城投公司的财务报告在信息披露上较为简略，仅仅列示数据，没有进一步地公开明细，甚至在一些高达几十亿的报表项目上都没有进行除数据以外的更多解释。这种情况下，投资者可以尝试从评级报告、土地交易中心网站、各大金融

终端及新闻媒体等多方渠道去进行信息的搜集、比对、验证，以更准确、全面地掌握城投公司土地使用权资产的真实情况。另外，笔者建议投资者对以下几种可能降低城投公司信用品质的情形予以关注：一是，存货-开发成本的跌价准备、无形资产-土地使用权或成本模式下投资性房地产-土地使用权的减值准备本期大幅增加；二是，相关土地

使用权资产的受限比例很高；三是，以公允模式计量的投资性房地产-土地使用权的公允价值变动为负数，且金额巨大；四是拿地时间较早的地块长期用于抵押融资，很可能与项目开发销售的不顺利（比如烂尾、滞销等）有关系。对于上述情形，建议投资者尽可能多地对深层次的原因进行挖掘，避免因信息不对称而对投资标的的风险产生误判并导致投资损失。

二、城投公司拿地后，适宜做哪些类型的项目？

从第一小节可知，目前城投公司通过“招拍挂”程序、协议出让、政府无偿划拨或以投资者身份进行注资等渠道获得了较多土地使用权资产，有效扩大了资产规模，一定程度上对其信用资质形成利好。不过，从根本上来看，土地使用权资产能否真正提升城投公司的信用资质水平，取决于此类资产的质量及运营效益，尤其是通过“招拍挂”等偏市场化渠道买获的地块，因发生了真金白银的土地出让金的支出，所以更加看重地块素质及开发、销售、运营环节的风险控制和收益能力，否则拿地后将面临较大的投资失败风险。鉴于此，本小节将重点探讨城投通过市场化方式拿地后适宜选择做何种类型的项目，为众多城投拿地主体提供一些参考建议。

（一）安置房项目

城投公司开展安置房相关业务时，比较传统的模式是：通过政府划拨的方式取得土地使用权，建设完工后由政府以成本加成的方式进行回购，或者是以低于市场均价的价格对外出售，以实现资金回笼。该模式下，城投公司从拿地到回款基本上属于非市场化行为，本文不做探讨，我们重点探讨的是通过“招拍挂”等偏市场化渠道拿地并实施开发销售的情形。

以徐州市产城发展集团有限公司为例：

2022年，公司（原名：徐州市新城区国有资产经营有限公司，简称“新城国资”）在市政府的指导要求下，与徐州新田投资发展有限公司（简称“新田投资”，主业：徐州市土地开发整理和部分安置房建设）进行整合，之后公司变更名称，由“新城国资”变为“徐州产城”。受此影响，公司的土地开发整理和安置房建设业务的区域、规模均进一步扩大，其需安置的被拆迁居民范围扩大到全市。

在安置房业务的实施方面，公司并未与政府签订购买协议，为市场化运营，房屋的来源分两种：一是外购，二是自建。其中，外购模式下，公司仅参与拿地不参与开发，而是委托第三方进行建设，完工后公司分批回购并安置拆迁户；自建模式下，公司或公司下属具备房地产资质证书的子公司参与拿地、开发、销售的全过程，建成后对被拆迁的居民进行定向销售。销售价格上，由市物价部门根据定销商品房所在区域同等类型普通商品房市场价格制定，每年会酌情调整一至两次，确保定销房“价随市走”，不会因定价不合理而损失收益或导致滞销。业务持续性上，目前徐州产城的安置房相关业务存量规模较大，储备项目亦较多，后续资金支出压力较大（见表3），不过这也从侧面反映出公司以现有模式开展安置房业务有较强的收益保障和较好的发展前景。

根据多方信息印证可知，公司拟建安置房项目中的新安路北AB地块系通过“招拍挂”程序在2023年5月22日的土拍中以底价买获，总价6.28亿元，楼面价8905元/m²，地块档案显示：土地用途为住宅，出让面积33011.4m²，容积率1.93-2.14；新安路北C地块则是通过“招拍挂”程序在5月25日的土拍中以底价买获，总价4.21亿元，楼面价9739.1元/m²，地块档案显示：土地用途为住宅，出让面积19649m²，容积率2-2.2。另外，上述地块均属于核心板块高素质地块，徐州产城以底价买获显示出其作为当地核心平台在拿地上的优势。

表3 截至2023年1季度末徐州产城的安置房相关业务情况（单位：亿元）

模式	项目	总投资	尚需投资	建设期间	
外购	-	-	7.73	-	
自建	在建项目	塘坊二期A地块	7.81	4.20	2022.06-2024.06
		塘坊二期C地块	8.06	4.41	2022.06-2024.06
		白云东路A地块	6.53	2.56	2020.08-2023.08
		白云东路B地块（和润雅庭）	4.61	0.13	2018.04-2022.12
		东店子	13.51	5.42	2018.03-2022.12
	拟建项目	孟庄新型社区	10.30	4.63	2020.03-2024.12
		塘坊二期东A地块	9.53	8.00	2023.01-2025.03
		塘坊二期东B地块	5.33	4.40	2023.01-2025.03
		新城区新安路北A地块		6.49	2023.01-2025.03
		新城区新安路北B地块		7.91	2023.01-2025.03
		新城区新安路北C地块		16.57	2023.08-2025.12
		新城区新安路北D地块		11.36	2023.08-2025.12

资料来源：评级报告，中证鹏元整理

综上，本文认为：城投公司通过“招拍挂”等市场化程序拿地后，实施开发安置房自建项目，定向销售给拆迁户以实现回款，既能规避开发环节因操盘能力不足导致的风险，也能有效降低销售环节因楼市不景气、营销能力欠缺、目标客群定位跑偏等带来的不确定性。另外，建议定价方面在政府指导的基础上增加调整机制，保证价格能够跟随市场行情在合理范围内浮动，较为科学的定价策略是略低于周边同类商品住宅的市场均价，因为具备一定的价格优势能更好地促进销售，确保更快更好地回笼资金。

（二）城市更新项目

对于城投公司而言，城市更新的兴起是一个难得的、必须抓住的发展机遇，对其实现顺利转型升级意义重大。现阶段，城市更新的主要对象是“五老”，即老旧小区、老旧街区、老旧厂区、老旧村落、老旧楼宇，是对上述城市建成区存量空间的改造提质和再开发。从监管层面上来看，城市更新项目应符合以下底线要求：杜绝大拆大建，杜绝新增政府隐债，并保障项目经济可行、财务可持续、

资金可融。在满足了底线要求的基础上，城市更新在不同的城市会因各种客观条件的差异而衍生出不同的业务内容和业务模式，呈现出明显的泛化特征，所以各地的城投公司在参与此类项目时的侧重点亦有所不同。不过，侧重点不同丝毫不妨碍包括城投公司在内的地方国企越来越成为城市更新的重要参与主体，这一点在各地对城市更新实施主体的相关规定中均有体现。比如，天津的相关文件就明确提出：涉及建设周期长、投资规模大、跨区域以及市级重大城市更新项目，可通过政府授权方式，由具有实力的国有企业作为实施主体。再比如，重庆的相关文件亦提出：鼓励政府平台公司与专业化企业开展合作，加大资源整合力度，实现高水平策划、市场化招商、专业化设计、企业化运营。鉴于此，本文认为城投公司拿地后实施城市更新项目，或者更准确地说是城投公司在参与城市更新系统工程的过程中通过“招拍挂”等市场化渠道拿地并开发其中的一些子项目，在政策层面具有先天优势。也正因此，实践中城投公司拿地实施城市更新项目的案例是比较多的（见表4）。

表4 城投公司拿地实施城市更新项目（单位：亿元）

城投公司	项目名称	预计总投资
天津城投	设计之都核心区柳林街区城市更新项目	182.00
	金钟河大街南侧城市更新项目	135.99
贵阳城投	国安厅地块城市更新改造项目	24.90
	倒牌坊城市更新改造项目	13.51
	云岩区毓秀路城市更新项目	19.71
郑州城发	金岱科创城城市更新（一期）	66.42

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

以天津城市基础设施建设投资集团有限公司为例：

目前天津城投正在推进的城市更新项目主要有以下两个：一是设计之都核心区柳林街区城市更新项目，总投资182亿元；二是金钟河大街南侧城市更新项目，总投资135.99亿元。从多方消息印证可知，天津城投通过“招拍挂”程序在2023年2月8日的土拍中以底价买获河西区海河柳林城市更新项目一期70号地块——津西文（挂）2022-015号，总价2.96亿元，起始楼面价约为4880元/m²（不含土地整体成本），地块档案显示：土地用途为城镇住宅、商服，出让面积25272m²，地上建筑面积60652m²，容积率≤2.4，开发产品定位为洋房、小高层低密品质人居（由蓝城代建，案名：城投蓝城·臻品蘭园）；天津城投之全资子公司天津金钟城市更新建设发展有限公司通过“招拍挂”程序在2023年5月29日的土拍中以底价买获金钟河大街南侧片区城市更新项目8号地块——津东丽赵（挂）2023-007号，总价2.20亿元，起始楼面价约为2667元/m²（不含土地整体成本），地块档案显示：土地用途为城镇住宅、商服，出让面积41247.5m²，地上建筑面积82495m²，容积率≤2，开发产品定位为低密品质生活住区。

业务模式上，在城投公司参与的城市更新项目中，更多地采取政企合作模式，包括PPP、投资人+EPC等，通常由当地政府委托其下辖城投公司与社会资本方共同出资成

立项目公司，由项目公司负责相关项目的投融资、建设及运营，项目资金来源多为财政拨款+市场化融资，项目收益来源主要为运营收益及专项补贴。通常，类似成片区域的更新开发更适用于这一模式，可通过整体平衡来实现城市更新的顺利实施。需要提醒的是，城投公司实施城市更新项目的具体模式多为一二级联动开发，也即需要垫资完成一级土地整理，将生地/毛地转为熟地，然后再通过公开市场“招拍挂”、定向“招拍挂”、协议出让以及补缴价款等方式获得土地使用权并进行二级开发，项目周期较长，且项目能否顺利去化很大程度上也要取决于当地房地产市场的景气度，回款存在较大不确定性，叠加一级开发及拿地耗资巨大，所以非常考验自身的资金实力和融资能力。

（三）商品住宅项目

监管压力之下，城投公司的转型日益迫切。对于城投公司而言，转型方向确实有很多，比如专业城市运营商、国资投资/运营平台、金控集团、环保综合服务商、工程全产业链服务商等，但具体到业务层面可以发现：其在转型过程中较多地选择商品房开发销售作为主攻板块，仅次于资产租赁和贸易，原因在于其具备两大优势：一是经验优势，此类业务与传统城投业务（基建、市政工程代建等）有比较强的关联性和协同性，进入门槛和做出业绩的难度均相对较低；二是拿地优势，城投公司之于地方政府的重

要性仍客观存在，拿地有先天优势，更容易以较低的价格购入土地，并通过开发运营去获取持续稳定的现金流及经营收益，进而能比较顺利地实现市场化转型。

以郑州城市发展集团有限公司为例：

房地产开发销售对郑州城发的营业收入贡献度较高，收入占比在各类业务板块中排名靠前，比如2021年排名第三，2022年排名第四，2023年1季度排名第二，系公司名副其实的主营业务之一。该板块的业务模式比较简单，公司通过“招拍挂”程序拿地后自行开发建设，完工后对外进行商品房的市场化销售，并最终实现回款。不过，该业务板块的收入易受市场行情及交房进度等因素影响，存在一定的不确定性，因此常会呈现明显的波动性。截至2023年1季度末，公司重点在建商品住宅项目主要包括永盛苑、河洛阜园、裕彤佳苑、美景东望五期和六期等，拿地方式

均为出让，除美景东望属于高端住宅外，其他项目均为普通住宅，总建筑面积80.13万 m^2 ，已投资34.04亿元，尚需投资15.52亿元，未来投资压力尚可（见表5），但需关注房地产调控政策变化对项目的销售与回款带来风险。具体到项目层面，本文以永盛苑项目为例进行阐述：根据多方信息印证可知，该项目系由公司之子公司郑州公共住宅建设投资有限公司开发建设，分为A、B两个地块。A地块为1-19号楼，其中1-10号楼为洋房，11-19号楼为高层；B地块为20-29号楼。优势是价格优势明显（团购-8500-9000元/ m^2 ；对外-高层12000-13000元/ m^2 ，洋房16000-18000元/ m^2 ），户型设计合理，周边配套齐全，交通便捷，距离地铁8号线很近，居住舒适度中等，劣势是附近有安置区，人多人杂。总体而言，该项目属于中端住宅产品，适合附近工薪阶层购买。

表5 截至2023年1季度末（单位：亿元）

项目	建筑面积 (万 m^2)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	尚需投资 (亿元)	项目类型
永盛苑	44.47	29.50	22.27	7.23	普通住宅
河洛阜园	16.22	9.07	5.92	3.15	普通住宅
美景东望五期、六期	14.30	5.63	3.23	2.40	高端住宅
裕彤佳苑	5.14	5.36	2.62	2.74	定销房
合计	80.13	49.56	34.04	15.52	-

资料来源：评级报告，中证鹏元整理

再来看重庆市城市建设投资（集团）有限公司。该公司的房地产开发销售业务主要由子公司重庆渝开发股份有限公司（简称“渝开发”，A股上市公司，股票代码：000514.SZ，拥有房地产一级开发资质）负责。近年来，该板块收入持续增长，2020-2022年贡献收入规模分别为4.83亿元、9.75亿元和16.70亿元。从业务区域布局和项目类型来看，渝开发项目基本集中于重庆市当地，且以普通住宅类项目为主，比如祈年悦城、新干线、上城时代、格莱美

城1-4期、贯金和府1期等。截至2023年1季度末，已竣工房地产项目投资额74.82亿元，可售住宅面积107.23万 m^2 ，已售住宅面积102.43万 m^2 ，累计回笼资金80.64亿元。为了进一步拓宽自身的项目开发类型，近年来渝开发与万科、复地等房企积极开展合作，联合开发了“山与城”等低密高档产品，并对酒店等商业地产项目的开发运营有所涉及。截至2023年1季度末，渝开发主要在建项目为贯金和府一期T2、南樾天宸二期和山与城1.2期，除山与城1.2期为低

密高档产品外，其他均为普通高层住宅，预计投资额合计19.87亿元，尚需投资7.72亿元；拟建项目主要为星河One3期、南樾天宸3期、贯金和府2期、山与城3.2期，均为低密高档产品，计划投资额为35.01亿元；总体上，渝开发的在建、拟建项目较多，业务持续性有保障，但需关注投融资压力。

综上，本文认为：受限于项目开发数量较少、种类单一等因素，城投公司的操盘能力普遍一般，与成熟房企之间存在客观差距，故自主开发的情形下更适宜开发普通住宅，合作开发的情形下方可开发高档住宅；另外，综合实力较强的城投公司在找到可靠合作方的前提下，可谨慎介入对运营能力要求更高的商业地产类项目，总体上本文建议城投公司在开展房地产业务时尽量少碰此类项目，避免因无充分能力支撑而加大投资失败风险。

三、城投拿地后实施开发的“安全阀”模式：参股

现实中，城投公司拿地后实施开发的过程中可能会遇到各种没有预想到的困难，导致其对项目的未来前景缺乏信心，继续主导项目的意愿有所降低。这种情况下，“开

弓”其实也有“回头箭”，城投公司可以选择退而求其次，将项目的主导权有偿让渡给能力更强的开发商，把自身由项目的主导方退回到参与方，从通过销售运营实现回款转变为通过投资收益实现回报，这能较为有效地将项目整体风险控制在合理范围，避免城投公司因拿地后开发不畅而面临更大的危机。实践中，有不少城投公司通过股权投资形式参与房地产项目，取得了可观的投资收益，对公司利润形成了有效补充。

以西安国际陆港投资发展集团有限公司（简称“陆港投资”）为例：从公司财务报表和评级报告披露的信息可知，公司参股房地产项目公司合作开发的收益性总体较好，所投资企业带来的投资收益对公司利润形成较大贡献。比如，西安国际陆港文远置业有限公司的大股东为西安绿城房地产开发建设有限公司，穿透可知其真正的大股东为绿城房地产集团；西安奥体中心控股有限公司的大股东为成都润置置业有限公司，穿透可知其真正的大股东为华润置地控股有限公司。由此可知，陆港投资在通过参股房地产项目合作开发时，倾向于选择综合实力较强的大型成熟房企作为合作方，以确保项目风险更可控、项目收益更有保障。

表6 西安陆港参股房地产项目所获投资收益情况（单位：万元）

被投资单位	投资金额	持股比例	2022年投资收益	2022年现金分红
西安国际陆港全运村建设开发有限公司	24,500	49.00%	48,386.82	24,500.00
西安国际陆港文远置业有限公司	19,600	49.00%	38,543.25	15,680.00
西安奥体中心控股有限公司	45,000	30.00%	10,351.30	-
西安港润房地产有限公司	15,000	30.00%	6,833.14	-
西安国际陆港文广置业有限公司	5,000	49.00%	99.39	7,350.00
西安国际陆港文汇置业有限公司	12,000	30.00%	441.62	-
西安国际陆港文兴置业有限公司	12,000	30.00%	-45.75	-
西安国际陆港文盛置业有限公司	12,000	30.00%	-322.15	-

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

综上，本文建议城投拿地后在开发阶段遇到困难时，不妨转变思路，引入能力更强的合作方来进行共同开发。这种情况下，虽然城投公司因丧失项目主导权而失去了实现更大规模收益的机会，但能够在风险更为可控的前提下分享到相应的项目“红利”。有时候，城投公司拿到素质很好的地块，预期能开发出盈利预期很好的项目，但过程中可能发现自身能力不足以支撑项目的顺利实施，此时主

动“忍痛割爱”反而是理智选择，也符合“有多大本事享多大的福”的常理。



袁荃荃

山东大学文学硕士，中国人民大学金融学硕士。现任中证鹏元研究发展部高级董事，主要从事企业融资实务、信用风险预警、地方投融资等研究工作。

城投债高认购倍数历史复盘与推演

© 工商企业评级部 毛燕月 王贞姬

一、2023年8月城投债认购潮初探

2023年8月以来，在中央政治局会议“一揽子化债方案”推动下，地方债置换隐性债务预期明显提升，叠加资产荒行情助力，部分区域城投发债认购倍数突增。经统计，2023年8月认购倍数超过10倍的城投债有25只，其中天津12只，江苏5只，山东2只、湖北、安徽、重庆、浙江、湖南、陕西各1只，天津的“23津城建SCP052”、“23津城建SCP053”等多只债券认购倍数更是高达70倍以上。

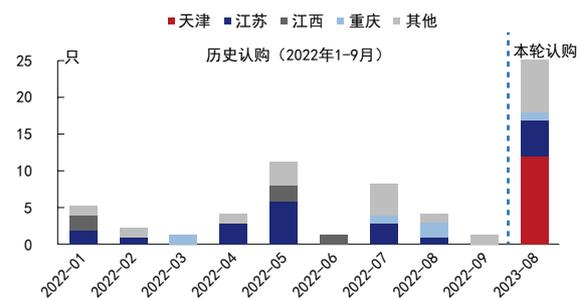
此轮城投债认购热潮为什么由天津引领，此外主要分布在江苏、山东、浙江等区域？在地产业等系列刺激政策、股债跷跷板影响下，城投债认购热潮是否会持续？信用利差是否仍存下行空间？津城建可能的接棒者分布在哪里？本文将通过对城投债高认购倍数的历史复盘及对比分析，结合当前政策，对以上问题加以阐释。

二、城投债高认购倍数的历史复盘

本轮认购潮与上轮（2022年1-9月）的债券类型均以短期和超短期融资券为主，但相较于上轮认购潮，本轮认购标的期限进一步短期化，超高认购倍数（大于70）债券数量较多，发债主体集中在天津（12/25）、江苏（5/25），其中天津主要集中在市级、滨海新区、武清区核心平台，主体评级以AAA为主，江苏集中在经济财力相对靠后的市级及下辖区县次要平台，主体评级以AA为主

历史上的城投发债高认购倍数主要发生在2020年以后，尤其集中在2022年1-9月。2020年-2022年9月，认购倍数大于10倍的城投债发行数量合计47只，其中2022年1-9月发行37只，占比78.72%。以下将主要对2023年8月的认购热潮与2022年1-9月进行对比分析。

图1 两轮认购倍数大于10的城投债分布情况



资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

（一）债券及发行主体特征

直观来看，两轮认购热潮在单月集中程度、超高认购倍数、区域等方面均存在差异。2022年1-9月高认购倍数发生月份相对分散，主要集中在5月、7月，但远不及本轮高认购倍数债券数量，主要差异是来自以津城建为代表的天津城投债的影响。对于认购倍数大于30的城投债，2022年仅出现4只，集中在4、5月，2023年8月为13只，“23津城建SCP052”、“23津城建SCP053”等多只债券认购倍数更是高达70倍以上。

从债券类型来看，高认购倍数债券基本为交易活跃度更高的银行间债券市场产品，仅1只跨市场产品，且以短期和超短期融资券为主。2022年1-9月短期和超短期融资券占比为56.76%、2023年8月占比为68%。中期票据和定向工具PPN占比次之，仅2022年8月发行1只企业债。

从债券期限来看，两轮认购潮均偏好短期债券，但本

轮认购标的期限进一步短期化。2022年1-9月和2023年8月，在认购倍数大于10的城投债中，期限在1年及以下的债券占比分别为56.76%和76.00%；进一步地，在认购倍数大于30的城投债中，期限在1年及以下的债券数量分别为4只、11只。从认购标的平均期限来看，2022年1-9月为1.98年，2023年8月的平均期限为1.20年。本轮投资者对短期债券更加追捧，短期化特征明显。

表1 认购倍数大于10的城投债概况

	2022年1-9月		2023年8月		
	债券数量（只）	占比	债券数量（只）	占比	
认购倍数>10	37	100%	25	100%	
其中：认购倍数>30	4	10.81%	13	52.00%	
债券类型	SCP、CP	21	56.76%	17	68.00%
	MTN、PPN	15	40.54%	8	32.00%
	企业债	1	2.70%	0	0.00%
债券期限	>1年	16	43.24%	6	16.22%
	≤1年	21	56.76%	19	76.00%

资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

表2 认购倍数大于30的城投债明细

招标/簿记日	省份	发行主体	债券简称	主体级别	认购倍数	利率（%）	期限（年）
2022.04.26	安徽	铜陵市综合交通投资集团有限公司	22铜陵交投SCP001	AA	33.64	3.50	0.74
2022.05.25	江苏	江苏盐城港大丰港开发集团有限公司	22大丰海港CP002	AA	60.70	5.00	1.00
2022.05.27	江苏	兴化市城市建设投资有限公司	22兴化城投SCP003	AA	60.00	3.95	0.74
2022.05.30	江苏	泰州华信药业投资有限公司	22泰华信CP001	AA+	52.95	4.00	1.00
2023.08.10	湖南	株洲市城市建设发展集团有限公司	23株洲城建CP001	AA+	34.43	3.00	1.00
2023.08.11	天津	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	23津城建SCP0050	AAA	43.40	4.50	0.37
2023.08.14	浙江	嘉善经济技术开发区实业有限公司	23嘉善经开SCP002	AA	46.34	2.80	0.74
2023.08.16	天津	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	23津城建SCP052	AAA	74.02	3.50	0.41
2023.08.17	天津	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	23津城建SCP053	AAA	78.93	5.00	0.74
2023.08.18	天津	天津滨海新区建设投资集团有限公司	23滨建投SCP020	AAA	75.60	4.50	0.47
2023.08.18	天津	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	23津城建SCP054	AAA	52.42	3.30	0.50
2023.08.21	天津	天津轨道交通集团有限公司	23天津轨交MTN002	AAA	43.92	4.00	2.00
2023.08.21	江苏	宿迁市惠农产业发展股份有限公司	23宿迁惠农PPN001	AA	51.03	4.00	0.50

招标/簿记日	省份	发行主体	债券简称	主体级别	认购倍数	利率 (%)	期限 (年)
2023.08.22	江苏	江苏世纪新城投资控股集团有限公司	23江苏新投PPN001	AA	38.77	4.50	2.00
2023.08.22	天津	天津滨海新区建设投资集团有限公司	23滨建投SCP023	AAA	55.76	3.50	0.74
2023.08.23	江苏	靖江市北辰城乡投资建设有限公司	23靖江北辰PPN002	AA	36.30	3.68	1.00
2023.08.25	天津	天津市武清区国有资产经营投资有限公司	23武清国资CP004	AA+	64.29	5.00	1.00

资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

从发行主体特征来看，2022年1-9月，认购倍数大于10的发债主体主要集中在江苏（16/37）、江西（5/37）、重庆（4/37）等省市，此外包括安徽、湖南、四川等省份。其中江苏省主要包括泰州、徐州、盐城、淮安、镇江等地市及下辖区县平台，此外包括南京和南通市下辖个别债务率相对较高或城投有息债务规模较大区县的平台。江西省主要包括南昌经开区、赣州市级平台。重庆市主要包括部分主城区（九龙坡）、新区（涪陵、合川）的非核心平台。整体来看，高认购城投债的发债主体评级以AA为主，占比67.57%，AA+占比29.73%，AAA占比2.70%。

2023年8月，认购倍数大于10的发债主体主要集中在天津（12/25）、江苏（5/25），此外包括山东、湖北、安徽、重庆、浙江等省市。其中天津市主要集中在市级、滨海新区、武清区核心平台，城投主体评级以AAA为主，部分下辖区主平台的主体评级为AA+。江苏集中在盐城、泰州、宿迁等经济财力相对靠后的市级及下辖区县，城投主体评级以AA为主，多为当地次要平台。

（二）两轮高认购倍数的原因

城投债高认购倍数多与流动性宽松、债券供给放缓叠加下的结构性资产荒相关，在低利率环境下，市场资金转向风险和收益兼顾标的，如下沉至经济强省中尾部区县城投；而本轮叠加了特殊再融资债券置换隐债的强预期，天

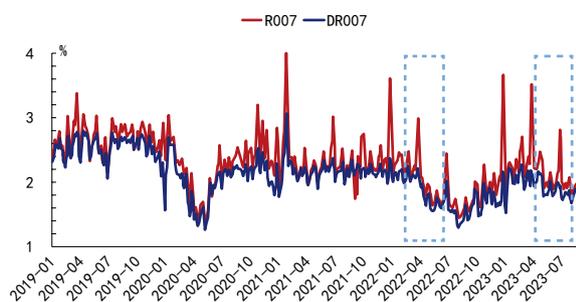
津等此前债务压力较大区域的核心平台亦受到追捧

1. 流动性宽松与债券供给放缓下的资产荒

2022年4月，央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放流动性宽松信号。资产方面，地产行业再融资延续了“三道红线”政策以来的收紧基调，民营房企持续暴雷，违约常态化背景下，市场可投资资产范围压缩。同时，城投供给亦阶段性放缓，2022年4月、5月和7月城投债发行量分别环比下降19.00%、2.54%和30.29%；2022年4月城投债净融资2,083.56亿元，环比大幅减少，2022年7月净融资由正转负。此轮“资产荒”行情随着2022年四季度理财赎回潮而结束。

2023年以来，为复苏实体经济，货币政策仍维持宽松。具体来看，2023年3月，央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点；2023年8月，央行调降7天期OMO操作利率10个bp，下调MLF操作利率15个bp，并下调1年期LPR 10个bp，开启非对称降息，市场对于后续降准亦存在一定预期。2023年6月以来，资金利率已呈下行趋势。同时，年初以来在股债跷跷板的效应下，资金向债市流入，信用债利差已有明显修复，高等级城投债信用利差运行至前期低位，且城投债供给节奏放缓，2023年7-8月城投债净融资环比下降14.98%和52.29%，地产债风险仍未完全释放，市场再度面临“资产荒”。

图2 2019年以来R007、DR007变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 两轮“资产荒”行情下城投债信用利差下行至历史低位



资料来源：DM，中证鹏元整理

在结构性资产荒影响下，当前城投债整体信用利差已处于历史低位，中长期限债久期风险较大，机构更偏好短久期城投债标的。

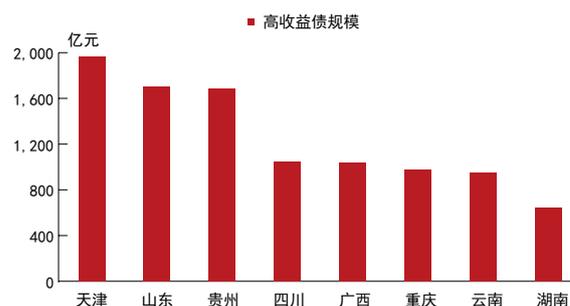
2. 本轮对特殊再融资债券发行的预期

2023年7月的“一揽子化债方案”为城投债市场注入了积极的市场情绪，尤其8月对于隐债置换额度分配的强预期，直接带动了本轮认购热潮。据财新网等多家媒体消息，此次特殊再融资债券规模或达1.5万亿元。现阶段城投债的信用风险或边际下降，投资者在短期限条件下进行了适当下沉。如市场预期“一揽子化债方案”将对天津、山东、陕西、湖北、湖南等区域债务缓释提供助力，且其票息具有性价比。而江苏等经济强省则在一定程度上向部分区县的次要平台下沉，以追求超额收益。

三、为什么本轮认购热潮由天津引领？

首先，天津是全国规模最大的高收益债市场，尤其在低利率环境下，其核心平台的短久期债券是较好的博弈品种。截至2023年6月末，天津的高收益城投债（行权中债估值在6.5%以上）规模超1,900亿元，居全国首位，占比超16%。津城建作为天津最核心平台，本轮认购潮之前，津城建的利差已处于历史高位。从流动性的角度来看，津城建近三个月成交量超800亿元，在全市场来看整体流动性处于第一梯队。

图4 截至2023Q2全国高收益债分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 津城建信用利差走势



资料来源：DM，中证鹏元整理

其次，天津战略地位较高，市政府近年系列化债举措基本维持住了信用底线风险可控的市场预期。天津市是全国4个直辖市之一，位于环渤海经济圈中心，交通区位优势显著，具有重要的战略地位。同时，为提升天津市经

济活力，化解区域债务风险，近年天津市政府从盘活存量资产、恳谈会提振市场信心、协调金融资源、完善债务管理机制等多方面采取了系列措施。2023年，天津市政府先后同工农建交四家银行签署全面战略合作协议，与吉利控股集团合作，积极布局新能源汽车等业务，积极举措仍持续推进。总的来看，相较于部分其他省市，天津尽管债

务率仍居高不下（2022年广义债务率724.98%，居全国首位¹），债务短期化特征明显，但在2023年以来国内城投信用风险事件陡增的背景下，天津区域城投未被爆出非标违约，仅尾部区县的1家发债城投出现商票逾期，负面事件较少，基本维持住了信用底线风险可控的市场预期。

1 来自DM数据库口径，广义债务率=（地方政府债务余额+全辖城投有息债务）/（一般公共预算收入+政府性基金收入+转移性收入）。

表3 近年天津市主要化债措施

类别	具体措施
存量资产盘活	以国企混改为核心，此外，亦包括低效企业出清出让、闲置土地房产盘活等方面
提振市场信心	2021年6月及2022年3月天津市召开两次高级别恳谈会
特殊再融资债券	天津市自2020年12月至2022年10月末，共发行484亿元特殊再融资债券
协调金融资源	协调区域内信贷投放等金融资源（以国开行为首），拓宽银行资本补充渠道，推动金融机构上市
完善债务管理机制	市级层面形成了财政局管地方政府隐性债务和政府债，国资委管国企经营债，金融局管公开市场债的格局。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

再次，在已有建制县隐债置换先例的情况下，本轮特殊再融资债券的强预期为短期债务缓释注入“强心剂”。此前，天津市部分区县已作为建制县试点取得了特殊再融资债券隐债置换额度，2020-2022年合计发行特殊再融资债券484亿元，发行规模在全国排名靠前。当前，天津市债务负担仍较重，但随着“一揽子化债方案”措施有序铺开，市场预计天津将获得较此前更多的置换额度支持，区域短期债务缓释的信心提升，高认购倍数标的持续出现，除津城建和天津轨交外，滨海新区、武清区核心平台亦陆续受到热捧，天津区域城投市场情绪明显改善。

四、认购潮及信用利差下行是否仍会持续？潜在接棒者在哪里？

综合来看，本轮城投债认购热潮主要由结构性资产荒和政策预期带动，随着地产等刺激政策密集出台，在市场风险偏好抬升、股债跷跷板等影响下，城投债行情短期内将有所调整。但宽货币政策预计仍将持续，除天津以外，未来可结合债务置换落地进程重点关注债务负担相对较

重、成交活跃度相对较高的区域，以及经济强省的中尾部地市或下辖区县的利差情况，且中长期的投资选择仍然要回归信用基本面的分析。

（一）认购热潮是否会持续？信用利差是否仍存下行空间？

事实上，8月最后一周（8.28-9.1），城投债认购热潮已在逐步退潮，仅8月29日的“23武清经开SCP007”、“23津南城投CP003”两只债券认购倍数破10，此后没有再出现认购倍数超5倍的城投债，预计此后高认购倍数或类似2022年宽货币周期下以更为分散的形式出现。

此轮城投债认购退潮与地产等刺激政策、股债跷跷板存在一定关联。8月底以来股市、个税和地产等刺激政策持续出台，如北上广深四大一线城市均官宣落实“认房不认贷”、降低存量首套住房贷款利率、下调首套及二套房最低首付比例等。资本市场风险偏好抬升，股债跷跷板下债市收益率及城投债利差已出现上行。但短期内区域基本面难以本质改善，且地方存量债务体量及地方政府付息压力

较大，债务缓释及化解进程仍需要维持低利率环境，宽货币周期仍可在一定程度上延续。整体来看，短期内需关注经济基本面边际改善、市场信心及风险偏好回升等综合影响下导致的债市阶段性调整。

（二）可能的接棒者在哪里？

从天津市主要城投利差走势来看，当前信用利差已处于近两年的低位，在基本面没有实质改善的情形下，短期博弈空间相对不大。在当前低利率环境下，津城建可能的接棒者，可以从以下维度进行探讨：（1）重点关注债务负担相对较重、成交活跃度相对较高区域的核心平台，相对侧重省级及经济财力靠前的地市，且需结合后续债务置换

落地进程，包括置换额度较大、超预期的情形。（2）经济强省的中尾部地市或下辖区县平台。同时需关注股债跷跷板以及各区域基本面边际变化对债市的影响。

图6 津城建、滨建投信用利差走势



资料来源：DM，中证鹏元整理

附录 2023年8月认购倍数超过10的城投债明细

序号	招标/簿记日	省份	债券简称	主体评级	认购倍数	利率 (%)	发行规模 (亿元)	期限 (年)
1	2023.08.09	陕西	23咸阳城投CP003	AA	14.28	4.00	4.00	1.00
2	2023.08.10	湖南	23株洲城建CP001	AA+	34.43	3.00	6.00	1.00
3	2023.08.10	山东	23青岛北发MTN003	AA+	23.55	3.50	4.00	2.00
4	2023.08.11	天津	23津城建SCP0050	AAA	43.40	4.50	10.00	0.37
5	2023.08.14	浙江	23嘉善经开SCP002	AA	46.34	2.80	5.00	0.74
6	2023.08.15	重庆	23共享工业SCP004	AA	13.50	3.90	3.00	0.74
7	2023.08.15	山东	23德州财金PPN002	AA+	10.18	3.70	1.90	5.00
8	2023.08.16	安徽	23淮北建投MTN009	AA+	18.12	4.00	5.00	3.00
9	2023.08.16	天津	23津城建SCP052	AAA	74.02	3.50	10.00	0.41
10	2023.08.17	湖北	23孝感高创CP001	AA	20.26	3.80	5.00	1.00
11	2023.08.17	天津	23津城建SCP053	AAA	78.93	5.00	10.00	0.74
12	2023.08.18	天津	23滨建投SCP020	AAA	75.60	4.50	5.00	0.47
13	2023.08.18	天津	23津城建SCP054	AAA	52.42	3.30	10.00	0.50
14	2023.08.21	天津	23天津轨交MTN002	AAA	43.92	4.00	5.00	2.00
15	2023.08.21	江苏	23宿迁惠农PPN001	AA	51.03	4.00	2.26	0.50
16	2023.08.21	江苏	23鑫泰SCP002	AA+	19.28	4.50	5.00	0.74
17	2023.08.22	江苏	23建湖城投SCP002	AA	21.00	3.90	2.00	0.74
18	2023.08.22	江苏	23江苏新投PPN001	AA	38.77	4.50	3.50	2.00
19	2023.08.22	天津	23滨建投SCP023	AAA	55.76	3.50	12.00	0.74
20	2023.08.22	天津	23天津经开MTN004	AA+	11.50	3.80	7.00	2.00

序号	招标/簿记日	省份	债券简称	主体评级	认购倍数	利率 (%)	发行规模 (亿元)	期限 (年)
21	2023.08.23	江苏	23靖江北辰PPN002	AA	36.30	3.68	1.00	1.00
22	2023.08.23	天津	23滨建投SCP022	AAA	22.33	3.00	10.00	0.45
23	2023.08.25	天津	23武清国资CP004	AA+	64.29	5.00	10.00	1.00
24	2023.08.29	天津	23武清经开SCP007	AA	17.64	5.00	14.00	0.74
25	2023.08.29	天津	23津南城投CP003	AA+	18.12	4.50	20.00	1.00

资料来源：企业预警通，中证鹏元整理



毛燕月

南京大学经济硕士，现任中证鹏元工商企业评级部高级分析师，主要从事城投和工商企业的评级及风险跟踪、天津等区域、水泥行业研究工作。



王贞姬

首都经济贸易大学金融硕士，现任中证鹏元非金属建材评级部总经理，主要从事债券信用评级评审、债券市场发展与政策跟踪、天津和河南等区域城投市场研究等工作。

CSCI PENGYUAN

经典案例与评级项目列表

经典案例

一、秦创原-华鑫-西安高新区技术产权（技术交易）1期资产支持专项计划——创全国首单技术产权（技术交易）资产支持证券

2023年7月21日，由西安高新金服企业管理集团有限公司作为原始权益人，西安创新融资担保有限公司作为基础资产保证人和资产服务机构，陕西信用增进股份有限公司作为差额支付承诺人共同发起设立的秦创原-华鑫-西安高新区技术产权（技术交易）1期资产支持专项计划在深交所成功发行。项目采用储架发行，由中证鹏元授予优先级债项AAA级，获批储架规模5.27亿元。

本项目的落地为全国探索技术产权证券化、助推科技产业发展提供了可复制推广的“新样本”，以实际行动助力高新技术企业高质量发展。

二、“23方洋01”——江苏省首单一带一路公司债券

2023年7月26日，江苏方洋集团有限公司一带一路公司债券在交易所债券市场成功发行。本期债券由中证鹏元授予主体AA+级别，发行规模6.6亿元，债券期限2年，票面利率4.25%，为江苏省首单一带一路公司债券。

三、“23安资K1”——全国首单“科技创新+长三角一体化”双贴标公司债券

2023年8月2日，安徽安诚资本有限公司2023科技创新公司债（第一期）（长三角一体化）在交易所市场顺利发行。本期债券由中证鹏元授予主体AA级别，发行规模5亿元，期限2年，票面利率4.66%，全场认购倍数2.16倍，由建安投资控股集团有限公司提供担保。本期债券为全国首单“科技创新+长三角一体化”双贴标公司债券。助力区域产业提档升级与科技创新，为加快构建现代产业体系蓄势聚能。

四、“23四川发电MTNO01A、MTNO01B”——创2023年以来全国同评级3+N年期最低发行利率

2023年8月15日，大唐四川发电有限公司成功发行10亿永续中票（可持续挂钩），本期债券由中证鹏元授予主体AA+级别，其中5亿元为3+N期限，票面利率3.29%，创今年以来全国同评级最低发行利率，5亿元为2+N期限，票面利率3.5%，为今年以来全国同评级次低发行利率，表现优异，充分体现了发行人自身实力以及资本市场投资者对发行人的高度认可和信心，持续深化降本增效效果。

五、“23吕四债01”——全国首单数字人民币企业债

2023年8月23日，江苏吕四港集团有限公司公司债券在银行间市场成功发行。本期债券由中证鹏元授予主体AA+级别，发行规模7.5亿元，发行期限7年，票面利率3.6%。为全国首单数字人民币企业债，创2023年以来南通地区企业债最低利率水平，现场认购倍数2.61倍，体现了市场对于发行人的认可。

六、“天风-淮北保安公司收费收益权资产支持专项计划”——全国首单安保费ABS

2023年8月30日，淮北市保安有限公司作为原始权益人的“天风-淮北保安公司收费收益权资产支持专项计划”在上交所成功发行！本期债券由中证鹏元授予优先01级债项AAA级别，发行规模2.29亿元，基础资产为安保费收费收益权，期限5年，为全国首单安保费ABS。

七、“万联-增城自来水绿色供水收费收益权资产支持专项计划”——广东省首单绿色供水收费收益权ABS

2023年9月6日，广州增城城投集团直属企业增城自来水公司“万联证券-增城自来水绿色供水收费收益权资产支持专项计划”（以下简称“专项融资计划”）在深交所成功发行！本次专项融资计划发行规模13.31亿元，其中优先级规模12.64亿元，次级规模0.67亿元，期限为3+3+3年，综合票面利率为2.96%，全场认购倍数2.1倍，由中证鹏元授予优先级债项AAA级别，是广东省首单绿色供水收费收益权ABS，创2023年以来全国同期限供水行业ABS产品票面利率新低。本次专项融资计划的成功发行，是广州增城城投集团响应省政府“绿美广东生态建设”战略，利用金融资源推动绿美广州建设，不断探索多元化融资方式，开拓

直接融资渠道，降低资金成本，优化融资结构的又一重要工作成果。对提高集团资产流动性和使用效率，提升集团综合实力，金融赋能城市建设发挥了重要作用。

八、“宝供投资-深圳担保-仓储物流第一期资产支持专项计划”——全国首单由担保公司担任增信机构的民营企业类REITs产品

2023年9月12日，宝供仓储物流类REITs成功发行！本期类REITs由中证鹏元授予优先级债项AAA级别，优先级规模为4亿元，发行期限为18(3+3+3+3+3+3)年，票面利率4%。本项目引入深圳担保集团作为增信机构以创新性金融工具拓宽了民营企业的融资渠道，为资本市场助力民营企业的高质量发展提供了新样本、新素材。

九、“23金寨小微债”——创2023年以来安徽省企业债最低发行利率

2023年9月20日，安徽金寨国有投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券成功簿记发行。本期债券由中证鹏元授予主体AA，债项AAA级别，发行规模7.00亿元，期限3+2年，由安徽省信用融资担保集团有限公司提供担保。簿记发行全场倍数2.41倍，票面利率3.57%，创今年以来安徽省企业债最低发行利率。

十、“23新疆发电MTN001（绿色）”——创新疆首单能源类企业永续债券及首单绿色+乡村振兴债券

2023年9月21日，大唐新疆发电有限公司2023年度第一期绿色中期票据（乡村振兴）成功发行。本期债券由中证鹏元及中证鹏元绿融授予绿色债券以及乡村振兴债券双贴标，主体级别AA+，发行规模5亿元，债券期限2+N年，认购倍数2.10倍，获得市场投资者积极申购。本次债券为新疆地区首单能源类企业永续债券、首单绿色+乡村振兴债券。

2023年3季度中证鹏元所评项目发行汇总表

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
邛崃市建设投资集团有限公司	23邛崃债02	09-27	5.30	4.90	7	AA	AA+	企业债	四川	成都	建筑装饰
邛崃市建设投资集团有限公司	23邛崃债01	09-27	5.00	4.50	7	AA	AAA	企业债	四川	成都	建筑装饰
安徽金寨国有投资控股集团有限公司	23金寨小微债	09-22	3.57	7.00	5(3+2)	AA	AAA	企业债	安徽	六安	建筑装饰
望江县新型城镇化建设开发有限公司	23望江新城债	09-18	4.19	6.00	7	AA-	AAA	企业债	安徽	安庆	建筑装饰
湖州市城市投资发展集团有限公司	23湖州城投债01	09-11	3.60	10.00	7(5+2)	AAA	AAA	企业债	浙江	湖州	综合
湖南舜源发展集团有限公司	23舜源专项01	09-05	4.88	5.00	7(5+2)	AA	AAA	企业债	湖南	永州	建筑装饰
定远县城乡发展投资集团有限公司	23定远城发01	09-01	3.69	5.00	7	AA	AAA	企业债	安徽	滁州	房地产
鹰潭炬能投资集团有限公司	23鹰潭炬能债01	09-01	5.00	8.00	7(3+4)	AA	AA+	企业债	江西	鹰潭	房地产
萍乡创新发展投资集团有限公司	23萍乡创投债01	08-30	5.37	8.00	7(3+4)	AA+	AAA	企业债	江西	萍乡	房地产
仙桃市城市建设投资开发有限公司	23仙桃城投专项02	08-29	4.50	2.60	7	AA	AAA	企业债	湖北	仙桃	房地产
仙桃市城市建设投资开发有限公司	23仙桃城投专项01	08-29	4.18	8.00	7	AA	AAA	企业债	湖北	仙桃	房地产
江苏吕四港集团有限公司	23吕四债01	08-24	3.60	7.50	7	AA+	AAA	企业债	江苏	南通	房地产
延安经济技术开发区建设投资有限公司	23延安经开债01	08-23	6.48	5.00	7	AA	AAA	企业债	陕西	延安	建筑装饰
孝昌县顺和开发投资有限责任公司	23孝顺和债	08-22	5.00	4.00	7	AA-	AAA	企业债	湖北	孝感	建筑装饰
莆田市城厢区城乡建设投资集团有限公司	23城厢城投债01	08-15	4.24	5.00	5	AA	AAA	企业债	福建	莆田	建筑装饰
江苏句容新农控股集团集团有限公司	23句农债	07-28	4.00	9.00	7	AA	AAA	企业债	江苏	镇江	建筑装饰
仪征经济开发区集团有限公司	23仪征经开债	07-27	3.85	8.00	7	AA	AAA	企业债	江苏	扬州	建筑装饰
洛阳鑫通经济发展投资有限公司	23洛阳鑫通02	07-18	6.00	5.00	7(3+4)	AA	AAA	企业债	河南	洛阳	建筑装饰
山东任城融鑫发展有限公司	23任城债01	07-13	6.50	6.00	7(3+4)	AA	AAA	企业债	山东	济宁	综合
四川西南发展控股集团有限公司	23西南发展债01	07-12	4.80	9.40	7(3+4)	AA	AA+	企业债	四川	德阳	建筑装饰
成都东方广益投资有限公司	23东方广益01	07-07	3.50	6.00	7(5+2)	AA+	AAA	企业债	四川	成都	综合
科学城(广州)投资集团有限公司	23科城Y4	09-26	4.50	6.00	(2+N)	AA+	AA+	公司债	广东	广州	综合
江西省财政投资集团有限公司	23赣财02	09-26	2.78	8.00	3	AAA	AAA	公司债	江西	南昌	非银金融
深圳市创新投资集团有限公司	23深创投01	09-04	3.28	10.00	5	AAA	AAA	公司债	广东	深圳	非银金融
科学城(广州)投资集团有限公司	23科城Y2	09-04	3.88	20.00	(1+N)	AA+	AA+	公司债	广东	广州	综合
五矿资本控股有限公司	23五资02	08-21	2.99	15.00	3	AAA	AAA	公司债	北京	北京	综合

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
五矿资本控股有限公司	23五资01	08-10	3.04	20.00	3	AAA	AAA	公司债	北京	北京	综合
知识城(广州)投资集团有限公司	23知投Y8	07-20	3.62	4.00	(2+N)	AAA	AAA	公司债	广东	广州	建筑装饰
扬州新材料投资集团有限公司	23扬新03	09-27	4.10	10.00	3	AA	AA+	私募债	江苏	扬州	建筑装饰
嘉兴滨海控股集团有限公司	23嘉滨02	09-26	3.70	3.00	5	AA+	AA+	私募债	浙江	嘉兴	建筑装饰
四川西南发展控股集团有限公司	23西南03	09-26	4.50	10.00	3	AA	AA+	私募债	四川	德阳	建筑装饰
泰安泰山控股有限公司	23泰控05	09-25	6.00	5.00	3	AA	AA+	私募债	山东	泰安	建筑装饰
高安市发展投资集团有限公司	G23高安1	09-26	4.50	8.00	5(3+2)	AA	AAA	私募债	江西	宜春	建筑装饰
如东县新天地投资发展有限公司	23新天01	09-19	3.88	5.50	3	AA	AA+	私募债	江苏	南通	建筑装饰
泰州市姜堰交通建设投资有限公司	23姜交02	09-15	4.50	5.00	3	AA	AA+	私募债	江苏	泰州	建筑装饰
长兴南太湖投资开发有限公司	23南开02	09-12	3.70	5.00	2	AA	AA+	私募债	浙江	湖州	综合
广州智都投资控股集团有限公司	23智都01	09-12	3.40	10.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	广东	广州	商贸零售
汕头市投资控股集团有限公司	23汕投02	09-12	3.25	6.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	广东	汕头	房地产
渭南市产业投资开发有限公司	23渭南01	09-06	5.45	5.00	5(2+2+1)	AA	AA+	私募债	陕西	渭南	建筑装饰
靖江市滨江新城投资开发有限公司	23靖滨02	09-07	4.27	6.60	3	AA	AA+	私募债	江苏	泰州	建筑装饰
成都市新津环境投资集团有限公司	23新津01	09-05	4.80	4.00	3	AA	AAA	私募债	四川	成都	建筑装饰
西安未央城市建设控股有限公司	23未央债	09-05	3.99	16.26	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	陕西	西安	建筑装饰
洛阳古都发展集团有限公司	23古都01	09-04	6.50	3.00	3(2+1)	AA	AAA	私募债	河南	洛阳	电力设备
四川西南发展控股集团有限公司	23西南02	08-29	4.50	10.00	3	AA	AA+	私募债	四川	德阳	建筑装饰
泰安泰山控股有限公司	23泰控04	08-28	7.00	3.00	3	AA	AA+	私募债	山东	泰安	建筑装饰
泰安泰山控股有限公司	23泰控03	08-28	6.80	3.00	2	AA	AA+	私募债	山东	泰安	建筑装饰
临沂振东建设投资有限公司	23临东01	08-25	6.90	2.40	2	AA	AA+	私募债	山东	临沂	建筑装饰
惠州大亚湾城市开发建设投资有限公司	23湾投01	08-28	3.70	5.00	5(3+2)	AA	AA	私募债	广东	惠州	建筑装饰
龙城产业投资控股集团有限公司	23龙控01	08-25	3.78	5.00	3	AA	AA+	私募债	江苏	常州	社会服务
广州市增城区产业投资集团有限公司	23增投02	08-23	3.03	15.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	广东	广州	建筑装饰
江苏农水投资开发有限公司	23苏水01	08-21	5.00	3.50	5(3+2)	AA	AA+	私募债	江苏	泰州	建筑装饰
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	23咸阳05	08-22	4.00	5.50	2(1+1)	AA	AA+	私募债	陕西	咸阳	综合
寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司	23寿远01	08-18	7.50	9.00	2	AA	AA+	私募债	山东	潍坊	建筑装饰

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
江苏金坛国发国际投资发展有限公司	23金坛02	08-14	3.80	5.00	3	AA+	AA+	私募债	江苏	常州	建筑装饰
建湖县开发区建设投资有限公司	23建开03	08-11	4.53	2.00	3	AA	AA+	私募债	江苏	盐城	建筑装饰
无锡吴文化博览园建设发展有限公司	23吴园02	08-07	3.50	3.50	3	AA	AA+	私募债	江苏	无锡	建筑装饰
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	23咸阳04	08-03	4.42	7.00	2(1+1)	AA	AA+	私募债	陕西	咸阳	综合
铜陵市国有资本运营控股集团有限公司	23铜控02	08-03	3.65	7.00	3	AA	AAA	私募债	安徽	铜陵	非银金融
杭州上城区城市建设投资集团有限公司	23上投03	08-03	3.14	12.00	3	AAA	AAA	私募债	浙江	杭州	综合
兴化市东南城市建设投资有限公司	23兴南03	08-02	5.50	2.65	3	AA	AA+	私募债	江苏	泰州	综合
保定市国控资产运营有限公司	23保资01	07-31	4.25	6.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	河北	保定	建筑装饰
武汉金融街集团有限公司	23江汉01	07-28	3.63	3.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	湖北	武汉	建筑装饰
开封国有资产投资经营集团有限公司	23开封03	08-01	5.64	7.00	7(2+2+2+1)	AA+	AA+	私募债	河南	开封	建筑装饰
江苏瀛洲发展集团有限公司	23瀛洲01	07-27	5.18	5.40	3	AA	AA+	私募债	江苏	连云港	综合
西安经发集团有限公司	23经发01	07-27	4.95	8.50	3	AA	AA+	私募债	陕西	西安	社会服务
扬州新材料投资集团有限公司	23扬新02	07-25	4.40	5.00	3	AA	AA+	私募债	江苏	扬州	建筑装饰
湖北松滋金松投资控股集团有限公司	23松滋02	07-25	6.80	1.00	3	AA	AAA	私募债	湖北	荆州	建筑装饰
博罗县产业投资集团有限公司	23博罗01	07-21	3.75	5.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	广东	惠州	房地产
沛县兴田建设投资发展集团有限公司	23沛兴V1	07-21	4.15	3.00	8(3+3+2)	AA	AAA	私募债	江苏	徐州	建筑装饰
四川旌兴建设发展集团有限公司	23旌兴01	07-20	4.50	10.00	5(3+2)	AA	AA+	私募债	四川	德阳	建筑装饰
浙江钱江湾区投资开发有限公司	23钱江湾	07-17	3.68	4.00	3	AA	AA+	私募债	浙江	嘉兴	综合
彭州市城市建设投资集团有限公司	23彭城01	07-14	5.14	8.30	3	AA	AA+	私募债	四川	成都	建筑装饰
马鞍山市雨山区城市发展投资集团有限公司	23雨山债	07-11	4.00	3.50	3	AA	AAA	私募债	安徽	马鞍山	建筑装饰
湖北农谷实业集团有限公司	23农谷V3	07-10	6.50	1.00	5(2+3)	AA	AA	私募债	湖北	荆门	综合
广州市增城区城市建设投资集团有限公司	23增城01	07-06	3.28	14.00	5(3+2)	AA+	AA+	私募债	广东	广州	综合
扬州盛裕投资发展有限公司	23盛裕投资MTN001	09-25	4.36	5.00	5(3+2)	AA	AA+	中期票据	江苏	扬州	建筑装饰
大唐新疆发电有限公司	23新疆发电MTN001(绿色)	09-22	3.83	5.00	(2+N)	AA+	AA+	中期票据	新疆	乌鲁木齐	公用事业
陕西金融资产管理有限公司	23陕西金融MTN003	09-18	3.60	5.00	5(3+2)	AAA	AAA	中期票据	陕西	西安	综合
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN014	09-12	3.32	5.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
达州市高新科创有限公司	23达州高科MTN001	09-07	4.50	10.00	5(3+2)	AA	AA+	中期票据	四川	达州	建筑装饰

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
重庆轻纺控股(集团)公司	23渝轻纺MTN001	09-05	0.00	0.00	5(3+2)	AA	AAA	中期票据	重庆	重庆	综合
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN013	08-29	3.05	15.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN012	08-28	2.79	15.00	(2+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
西安经发控股(集团)有限责任公司	23西安经发MTN001	08-28	3.69	2.00	3	AA+	AA+	中期票据	陕西	西安	房地产
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN011	08-25	2.97	15.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
石家庄交通投资发展集团有限责任公司	23石交投集MTN002	08-25	2.80	10.00	3	AAA	AAA	中期票据	河北	石家庄	交通运输
丰城发展投资控股集团(集团)有限公司	23丰城发投MTN001	08-25	3.50	10.40	2	AA+	AA+	中期票据	江西	宜春	综合
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN007	08-22	2.75	20.00	(2+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
崇州市鼎兴实业有限公司	23鼎兴实业MTN003	08-23	4.00	6.15	3	AA	AAA	中期票据	四川	成都	综合
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN010	08-21	2.98	20.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
萍乡创新投资集团有限公司	23萍乡创新MTN001	08-18	6.00	10.00	2	AA+	AA+	中期票据	江西	萍乡	房地产
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN009	08-17	2.77	15.00	(2+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
大唐四川发电有限公司	23四川发电MTN001A (可持续挂钩)	08-15	3.29	5.00	(2+N)	AA+	AA+	中期票据	四川	成都	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN008	08-15	2.99	10.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
大唐四川发电有限公司	23四川发电MTN001B (可持续挂钩)	08-15	3.50	5.00	(3+N)	AA+	AA+	中期票据	四川	成都	公用事业
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城MTN004	08-14	3.20	3.00	5(3+2)	AAA	AAA	中期票据	广东	广州	建筑装饰
蚌埠投资集团有限公司	23蚌埠投资MTN001	08-14	4.49	7.00	2	AA	AA+	中期票据	安徽	蚌埠	基础化工
日照高新发展集团有限公司	23日照高新MTN002	08-08	5.10	4.50	3	AA	AAA	中期票据	山东	日照	综合
广州高新区现代能源集团有限公司	23现代能源MTN001	08-07	3.53	3.50	5(3+2)	AA+	AA+	中期票据	广东	广州	房地产
成都香城产业发展有限公司	23成都香城MTN001	07-26	4.20	5.00	5(3+2)	AA+	AA+	中期票据	四川	成都	建筑装饰
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN005	07-26	3.10	20.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城MTN003	07-17	3.35	6.00	5(3+2)	AAA	AAA	中期票据	广东	广州	建筑装饰
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN006	07-12	3.10	20.00	(3+N)	AAA	AAA	中期票据	北京	北京	公用事业
天津港(集团)有限公司	23天津港SCP003 (科创票据)	09-20	2.64	10.00	0.74	AAA	超短融		天津	天津	交通运输
鹰潭市国有控股集团(集团)有限公司	23鹰潭国控SCP002	09-20	3.33	8.00	0.74	AA+	超短融		江西	鹰潭	综合

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
大唐融资租赁有限公司	23大唐租赁SCP009	09-15	2.55	5.00	0.66	AAA		超短融	天津	天津	非银金融
苏州资产管理有限公司	23苏州资产SCP004	09-15	2.79	3	0.69	AAA		超短融	江苏	苏州	非银金融
邹城市城投控股集团有限公司	23邹城资产CP001	09-05	7.2	10	1.00	AA+		短期融资券	山东	济宁	综合
江西省建工集团有限责任公司	23赣建工SCP001 (科创票据)	09-05	3.9	6	0.49	AA+		超短融	江西	南昌	建筑装饰
苏州资产管理有限公司	23苏州资产CP001	09-04	2.64	6	1.00	AAA		金融债	江苏	苏州	非银金融
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP011	08-24	2.27	8	0.57	AAA		超短融	广东	广州	建筑装饰
大唐融资租赁有限公司	23大唐租赁SCP008	08-23	2.35	10	0.57	AAA		超短融	天津	天津	非银金融
渭南市城市投资集团有限公司	23渭南城投CP001	08-23	3.5	15	1.00	AA	A-1	短期融资券	陕西	渭南	综合
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP010	08-22	2.3	9	0.67	AAA		超短融	广东	广州	建筑装饰
信阳华信投资集团有限责任公司	23信阳华信CP002	08-10	3.52	5	1.00	AA		短期融资券	河南	信阳	综合
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP009	08-07	2.43	8	0.73	AAA		超短融	广东	广州	建筑装饰
江西省港航建设投资集团有限公司	23江西港航SCP001	08-03	2.77	5	0.74	AA+		超短融	江西	南昌	交通运输
大唐融资租赁有限公司	23大唐租赁SCP007	08-02	2.31	10	0.33	AAA		超短融	天津	天津	非银金融
广东广弘控股股份有限公司	23广弘控股SCP001	08-01	3	1	0.08	AA		超短融	广东	广州	食品饮料
上海金外滩(集团)发展有限公司	23金外滩SCP002	07-28	2.43	5	0.49	AA+		超短融	上海	上海	综合
天津保税区投资控股集团有限公司	23津保税SCP012	07-25	6.5	3.5	0.49	AAA		超短融	天津	天津	综合
大唐融资租赁有限公司	23大唐租赁SCP006	07-24	2.3	5	0.49	AAA		超短融	天津	天津	非银金融
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP008	07-19	2.44	10	0.74	AAA		超短融	广东	广州	建筑装饰
信阳华信投资集团有限责任公司	23信阳华信CP001	07-19	3.59	5	1.00	AA		短期融资券	河南	信阳	综合
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP007	07-07	2.53	8	0.74	AAA		超短融	广东	广州	建筑装饰
深圳市星顺商业保理有限公司	23星瀚01	09-28	0	5	1.00	AAA	AAA	ABS	广东	深圳	非银金融
国升商业保理(深圳)有限公司	庐陵二2A	09-26	0	5	1.00	AAA	AAA	ABS	广东	深圳	非银金融
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	23即墨01	09-22	4.34	1.2	0.36	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	房地产
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	23即墨03	09-22	5.8	1.7	2.36	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	房地产
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	23即墨02	09-22	5.15	1.6	1.35	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	房地产
广州宝供投资有限公司	23宝供优	09-12	4	4	17.79	AAA	AAA	ABS	广东	广州	非银金融



发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
湖州市飞英融资租赁有限公司	飞英5B	09-08	4.15	0.64	2.55	AA+	AA+	ABS	浙江	湖州	非银金融
湖州市飞英融资租赁有限公司	飞英5A1	09-08	3.8	2.8	0.80	AAA	AAA	ABS	浙江	湖州	非银金融
湖州市飞英融资租赁有限公司	飞英5A2	09-08	4.1	1.45	2.05	AAA	AAA	ABS	浙江	湖州	非银金融
中电建商业保理有限公司	23电2优	09-07	3.29	7	0.63	AAA	AAA	ABS	天津	天津	非银金融
深圳前海联易融商业保理有限公司	23前海盛世ABN001优先	09-08	4	0.94	0.97	AA+	AA+	ABS	广东	深圳	非银金融
陕西长安汇通融资租赁有限公司	汇通02A3	09-06	3.89	2.46	2.62	AAA	AAA	ABS	陕西	西安	非银金融
陕西长安汇通融资租赁有限公司	汇通02A1	09-06	2.8	2.4	0.87	AAA	AAA	ABS	陕西	西安	非银金融
陕西长安汇通融资租赁有限公司	汇通02A2	09-06	3.29	2.42	1.62	AAA	AAA	ABS	陕西	西安	非银金融
即墨市热电厂	23即旅A1	09-01	4.3	2.49	0.81	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	环保
即墨市热电厂	23即旅A4	09-01	6	1.05	3.55(2.8+0.75)	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	环保
即墨市热电厂	23即旅A2	09-01	5.8	1.37	1.81	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	环保
即墨市热电厂	23即旅A3	09-01	5.9	1.49	2.81	AAA	AAA	ABS	山东	青岛	环保
淮北市保安有限公司	淮保安02	08-29	5	0.38	1.92	AA+	AA+	ABS	安徽	淮北	综合
淮北市保安有限公司	淮保安01	08-29	4.45	0.32	0.92	AAA	AAA	ABS	安徽	淮北	综合
淮北市保安有限公司	淮保安05	08-29	5.7	0.55	4.92(2+2+0.92)	AA+	AA+	ABS	安徽	淮北	综合
淮北市保安有限公司	淮保安04	08-29	5.5	0.49	3.93(2+1.93)	AA+	AA+	ABS	安徽	淮北	综合
淮北市保安有限公司	淮保安03	08-29	5.3	0.43	2.92(2+0.92)	AA+	AA+	ABS	安徽	淮北	综合
京能国际能源发展(北京)有限公司	23京能2号ABN002优先	08-29	2.7	9.64	0.28	AAA	AAA	ABS	北京	北京	公用事业
招商银行股份有限公司	23招元和萃5优先	08-22	2.56	4.5	1.43	AAA	AAA	ABS	广东	深圳	银行
北京大兴投资集团有限公司	兴投优	07-28	3.08	7.7	12(3+3+3+3)	AAA	AAA	ABS	北京	北京	综合
京能国际能源发展(北京)有限公司	23京能1号ABN003优先(绿色)	07-28	2.75	9.75	0.33	AAA	AAA	ABS	北京	北京	公用事业
仲利国际融资租赁有限公司	仲利1优	07-27	3.6	10.2	1.34	AAA	AAA	ABS	上海	上海	非银金融
西安高新金服企业管理集团有限公司	秦创1优	07-21	3.85	0.95	2.95	AAA	AAA	ABS	陕西	西安	非银金融
福建赛特新材股份有限公司	赛特转债	09-11	0.2	4.42	6	A+	A+	可转债	福建	龙岩	基础化工
深圳市易瑞生物技术股份有限公司	易瑞转债	08-18	0.2	3.28	6	A+	A+	可转债	广东	深圳	医药生物
河南蓝天燃气股份有限公司	蓝天转债	08-15	0.3	8.7	6	AA	AA	可转债	河南	驻马店	公用事业

发行人	债券简称	发行日期	利率(%)	规模(亿元)	期限	主体评级	债券评级	债券类型	地区	城市	行业
东莞市宇瞳光学科技股份有限公司	宇瞳转债	08-11	0.3	0.3	6	A+	A+	可转债	广东	东莞	计算机
浙江宏昌电器科技股份有限公司	宏昌转债	08-10	0.3	3.8	6	A+	A+	可转债	浙江	金华	家用电器
无锡奥特维科技股份有限公司	奥维转债	08-10	0.2	11.4	6	AA-	AA-	可转债	江苏	无锡	电力设备
四会富仕电子科技股份有限公司	富仕转债	08-08	0.3	5.7	6	AA-	AA-	可转债	广东	肇庆	电子
深圳市铭利达精密技术股份有限公司	铭利转债	08-03	0.3	10	6	AA-	AA-	可转债	广东	深圳	机械设备
包头东宝生物技术股份有限公司	东宝转债	07-31	0.3	4.55	6	A+	A+	可转债	内蒙古	包头	医药生物
立中四通轻合金集团股份有限公司	立中转债	07-27	0.3	8.998	6	AA-	AA-	可转债	河北	保定	汽车
深信服科技股份有限公司	信服转债	07-27	0.3	12.15	6	AA	AA	可转债	广东	深圳	计算机
南京聚隆科技股份有限公司	聚隆转债	07-26	0.3	2.19	6	A+	A+	可转债	江苏	南京	基础化工
江苏宏微科技股份有限公司	宏微转债	07-25	0.5	4.3	6	A	A	可转债	江苏	常州	电子
北京煜邦电力科技股份有限公司	煜邦转债	07-20	0.5	4.11	6	A	A	可转债	北京	北京	电力设备
上海岱美汽车内饰件股份有限公司	岱美转债	07-18	0.3	9.08	6	AA	AA	可转债	上海	上海	汽车
四川福蓉科技股份有限公司	福蓉转债	07-18	0.3	6.4	6	AA	AA	可转债	四川	成都	电子
江苏武进不锈钢股份有限公司	武进转债	07-10	0.3	3.1	6	AA	AA	可转债	江苏	常州	钢铁
苏州上声电子股份有限公司	上声转债	07-06	0.3	5.2	6	A+	A+	可转债	江苏	苏州	汽车
深圳明阳电路科技股份有限公司	明电转02	07-03	0.3	4.49	6	AA-	AA-	可转债	广东	深圳	电子
明阳新能源投资控股集团有限公司	23MYEB1	10-09	2	4.24	3	AA	AA	可交债	广东	中山	公用事业
江苏杰瑞科技集团有限责任公司	23杰瑞EB	09-28	0.01	3.5	3	AA+	AA+	可交债	江苏	连云港	国防军工
彭州市城市建设投资集团有限公司	23彭州城建PPN001	08-31	4.47	7	5(3+2)	AA	AA+	PPN	四川	成都	建筑装饰
山东宏河控股集团有限公司	23宏河集团PPN001	08-25	5.9	6	3	AA	AAA	PPN	山东	济宁	煤炭
扬州新材料投资集团有限公司	23扬州新材PPN002	08-24	3.94	2.5	2	AA	AA+	PPN	江苏	扬州	建筑装饰
四川金石租赁股份有限公司	23金石租赁PPN001	07-25	5	5	5(3+2)		AAA	PPN	四川	成都	非银金融
鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司	23鹰潭文旅PPN003	07-10	4.92	7.5	2	AA	AA+	PPN	江西	鹰潭	社会服务
湖南岳阳农村商业银行股份有限公司	23岳阳农商行二级资本债01	09-27	5.2	1	10(5+5)	AA-	A+	金融债	湖南	岳阳	银行
珠海华润银行股份有限公司	23华润银行小微债02	09-25	2.8	30	3	AAA	AAA	金融债	广东	珠海	银行
珠海华润银行股份有限公司	23华润银行小微债01	07-24	2.7	30	3	AAA	AAA	金融债	广东	珠海	银行



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先·服务全球·让评级彰显价值

地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦三楼

邮编：518040

电话：0755-8287 2897

传真：0755-8287 2090

网址：www.cspengyuan.com



微信公众号