

# 季刊 中证鹏元评级

## CSCI PENGYUAN

2024.01

2023年 第四期 总第159期

**公司动态** 洞察中国信用,共推高质量发展——中证鹏元2024年信用年会圆满落幕

**公司动态** 固定收益产品发行人“走进深交所·中证鹏元专场”活动成功举办

**宏观研究** 固本培元,稳中求进—2024年宏观经济展望

**政策分析** 交易所债券市场创新品种发行要求变化解析

**政策分析** PPP迎来新机制,城市更新属重点领域,如何开展?

**行业研究** 从城投发展历史脉络看城投债务现状和化解思路

**专题研究** 名单制卷土重来,城投公司该如何应对?

**专题研究** 过渡期后,企业债还能期待什么?

## ► 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2023年末，中证鹏元累计完成3万余家（次）主体信用评级，其中为4600余家主体提供了债券（含资产支持证券）评级服务，近5700只债券已发行，发行规模合计约人民币6万亿元。

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（资生产成-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、新经济体、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。科技及信评类人员占集团员工总数的比例已超过60%。

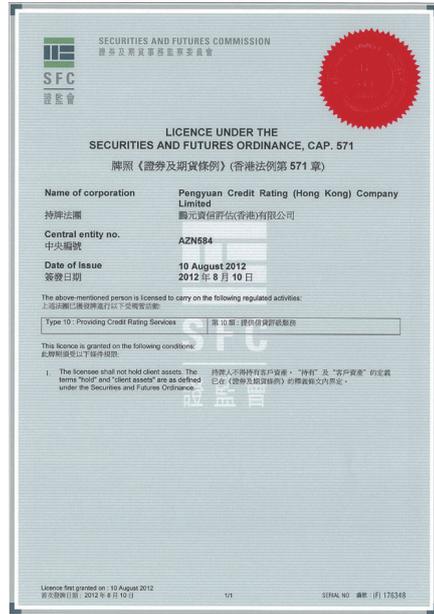
# 评级资质情况

## Rating qualification

获得银行间债券市场A类信用评级业务资质



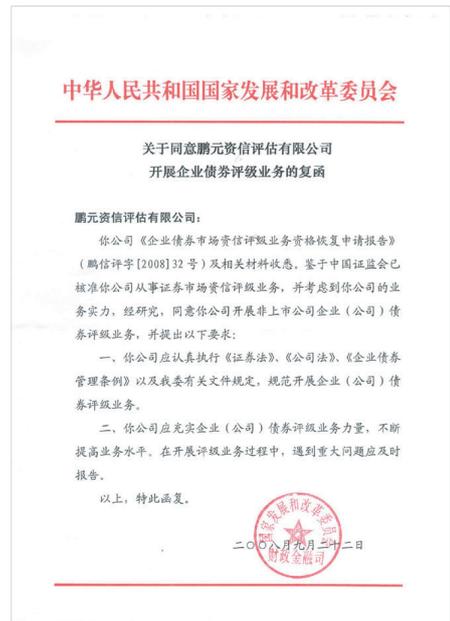
首批获得香港证监会“第十类受规管活动——提供信贷评级服务”牌照国内评级机构之一



首批获得中国证监会证券市场资信评级业务资质的评级机构之一



第一家获得国家发改委企业债评级业务书面批文的评级机构



首批获得中国人民银行批准在全国范围从事企业债券评级业务的评级机构之一



# 中证鹏元评级（季刊）

2023年第4期 总第159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 18

高质量发展是硬道理—中央经济工作会议解读..... 19

固本培元，稳中求进—2024年宏观经济展望..... 29

### 评级动态 Rating News 46

2008年金融危机后国际评级机构商业模式研究..... 47

### 政策分析 Policy Analysis 52

交易所债券市场创新品种发行要求变化解析..... 53

民营企业债券融资有望回暖，科创、低碳和房地产融资将是增长亮点——民企“25条”点评..... 58

PPP迎来新机制，城市更新属重点领域，如何开展？..... 64

### 债市分析 Bond Market Analysis 70

2023年我国信用债市场分析与展望..... 71

### 行业研究 Industry Research 89

从城投发展历史脉络看城投债务现状和化解思路..... 90

票据逾期是管中窥豹还是见微知著？..... 97

文旅消费复苏之下，旅投主体怎么看？..... 103

### 专题研究 Special Research 121

名单制卷土重来，城投公司该如何应对？..... 122

过渡期后，企业债还能期待什么？..... 129

此轮城投集中拿地特征、影响和风险防范..... 138

### 经典案例与评级项目列表 Classic Cases and List of Rating Items 145

# COMPANY NEWS

CSCI PENGYUAN

公司动态

## 公司动态

### 一、洞察中国信用，共推高质量发展——中证鹏元2024年信用年会圆满落幕

2023年12月14日，由中证鹏元主办的“洞察中国信用，共推高质量发展——中证鹏元2024年信用年会”在金茂深圳JW万豪酒店隆重举行，中证鹏元董事长张剑文、中证

鹏元总裁李勇及数位行业专家出席，与现场来宾就2024年中国信用发展趋势进行探讨、交流。信用年会作为中证鹏元一年一度最重要的会议和投资者服务活动之一，本次年会吸引了300余位来自全国各地的专业投资者、工商企业、金融机构、研究机构以及新闻媒体代表现场参与。会议由中证鹏元副总裁袁坤龙主持。



▲ 信用年会现场

中证鹏元总裁李勇为年会致辞，结合对刚刚闭幕的中央经济工作会议学习体会，他对中国经济进行了解读：一是中国经济增长动能仍然强劲，将靠发展解决发展中的问题；二是促进和改善消费是明年的重中之重；三是提振发展信心，增强经济活力，全面支持民企；四是加强金融监管，防范化解风险是永恒的主题。2023年信用债市场整体风险有所缓解，风险主要集中在局部区域和个别行业；展望2024年，预计经济仍将保持较高增速，中国主权信用

将保持稳定；信用债方面，需持续关注城投、地产和中小金融。最后，李勇表示：信用债市场正在发生深刻变化，对评级机构提出了更高的要求。中证鹏元所评项目的违约率、评级稳定性等均达到较好水平，品牌公信力和影响力不断增强。未来中证鹏元将持续加强能力建设、提升评级质量、提高服务水平，为助力中国信用高质量发展而不懈努力！



◀ 中证鹏元总裁李勇致辞

中证鹏元常务副总裁秦斯朝在《稳中求进、顺势而为—2024年宏观经济展望》演讲中表示2023年宏观经济修复波折，不确定性上升。展望2024年，一是坚持高质量发展；二是宏观政策以进促稳，先立后破；三是房地产政策有望松绑，顺势而为；四是加大对民企支持力度。

中证鹏元国际联席董事左一鸣介绍了中国主权评级情况，认为在政府积极的政策目标支持下，中国主权信用维持稳定状态。

中证鹏元研发部资深研究员史晓姗对2023债券市场及信用风险进行回顾，展望2024年，信用风险将继续维持温和出清。

中证鹏元国际董事郭莹就中国债券市场双向开放的机遇与挑战进行分享，认为全球配置中国债券的增长潜力巨大。

中证鹏元评级总监梁瓚对2024年城投债行情进行展望：一是城投债短期信用风险可控；二是后续应观察区域化债具体措施和债务增速变化；三是长期来看，地方债务问题实质性解决仍有赖于地方经济和财政的增长。

中证鹏元金融机构评级总监王一峰分享了商业银行服务实体经济的应对和挑战，给予中国银行业稳定的信用展望。商业银行需做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，方能持续深化服务实体经济。

中证鹏元城投评级部总经理毕柳和中证鹏元评级副总监张伟亚分别对新能源电力及新能源汽车行业趋势进行分析，认为新能源产业发展潜力较大，但仍需关注行业问题及相关领域投资价值。

中证鹏元绿融转型金融产品总监王雪晶分享了转型金融与绿色金融如何有效衔接。提出需监管、金融机构、转型企业角等多方参与合作，共同推进转型金融发展。

中证鹏元评级副总监胡长森聚焦可转债信用风险，指出可转债风险防范方面，需要从经营风险、财务风险和交易风险三个方面着手。

中证鹏元评级副总监袁媛对城投市场化转型路径及影响进行分享。一是需要合法合规承接公益类项目；二是要围绕“城市+产业”两条主线建设、发展、运营，谋求业务

转型。同时，应重视转型后的城投获取政府资源的能力和获现能力。

中证鹏元国际首席评级官陈科介绍了由滴灌通推出的每日收入分成产品（DRO）及其风险分析框架，进一步探讨对小微企业收入进行预测和风险量化的经验和方法。

由中证鹏元结构融资评级总监李琳主持的《大数据法则能否持续，资产荒下消费金融ABS仍是优选？---消费金融ABS发展趋势和信用风险展望》圆桌论坛环节，主持人与来自消费金融、证券、资本投资领域的专家学者就消费金融ABS未来发展趋势展开讨论。

本次信用年会旨在深入贯彻落实党的二十大、中央金融工作会议及中央经济工作会议等重要精神，帮助市场各方了解中国债券市场新变化及未来信用风险演变趋势。在中国经济转型升级的关键时期，中证鹏元将不忘初心，持续优化评级质量，不断提升评级服务，助力中国信用高质量发展，为债券市场繁荣发展贡献自身力量。

## 二、固定收益产品发行人“走进深交所·中证鹏元专场”活动成功举办

2023年12月13日，中证鹏元携手深交所成功举办固定收益产品发行人“走进深交所·中证鹏元专场”活动。活动围绕债券市场高质量发展，设置参观深交所上市大厅和金融博览中心、主题分享、专题交流会等多个环节。深交所相关领导、中证鹏元董事长张剑文等嘉宾及60余家企业的代表现场参加。本次活动由中证鹏元副总裁袁坤龙主持。

“走进深交所”活动现场 ▶



深交所领导及中证鹏元董事长张剑文分别致辞。中证鹏元董事长张剑文在致辞中表示，中证鹏元作为一家信用评级公司，是债券市场重要的服务性中介机构，在三十年发展历程中，公司始终坚守评级主业，以服务债券市场和

实体经济高质量发展为宗旨。近年来，公司坚定实施“规范化、专业化、国际化、科技化”发展战略，强化制度和能力建设，着力完善评级体系，提升评级质量和服务水平，让评级彰显价值，市场公信力显著提升。



◀ 中证鹏元董事长张剑文致辞

在主题分享环节，深交所债券业务部相关业务负责人围绕深市债券市场发展概况、固定收益产品审核关注要点进行讲解，中证鹏元评级副总监袁媛发表题为《服务实体，从债出发——如何积极参与产业债高质量发展》的演讲，介绍产业债市场概况及企业评级重点关注事项。

在专题交流环节，各与会企业结合自身业务情况，就利用固定收益产品融资相关问题与深交所债券业务部进行深入交流。

本次活动旨在为公司（企业）债券、ABS和基础设施REITs发行主体搭建与交易所沟通交流平台，助力企业通过固定收益产品拓宽直接融资渠道，促进债券市场高质量发展。未来，中证鹏元将持续优化评级质量，不断强化评级

服务，助力中国信用高质量发展，为债券市场繁荣发展贡献自身力量。

### 三、国际资本市场协会CEO到访中证鹏元

近日，中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）总裁李勇在深圳总部会见国际资本市场协会（以下简称“ICMA”）首席执行官 Bryan Pascoe 及亚太区资深总监张顺荣。中证鹏元国际评级有限公司（以下简称“中证鹏元国际”）行政总裁田蓉、中证鹏元绿融（深圳）科技有限公司（以下简称“中证鹏元绿融”）副总经理（主持工作）张靖雷、中证鹏元国际业务拓展联席董事魏伦、中证鹏元绿融高级分析师王雪晶参与会谈。

交流会现场 ▶



李勇对 Bryan Pascoe 一行来访表示热烈欢迎，认为 ICMA 作为一家制定行业规范的自律组织，会员遍布全球，在国际资本市场有广泛的影响力。自加入 ICMA 以来，中证鹏元与 ICMA 在资本市场、绿色金融等领域开展了交流与合作，成效显著。李勇介绍了中证鹏元最新的情况，表示自中证信用入主以来，中证鹏元的评级质量和服务水平得到

了市场主体的普遍认可，近年来为投资者举办的调研、巡讲、路演等交流活动获得市场的一致好评，期待在国际化和可持续发展服务方面与 ICMA 拓展合作空间和合作深度，并希望自身业务范围内与 ICMA 携手促进境内外发行人与投资者交流，让世界更了解中国债券市场。

Bryan Pascoe对中证鹏元在专业领域所取得的成果表示认可和祝贺，感谢中证鹏元为ICMA工作开展提供的支持，并详细介绍了ICMA的发展情况和关注重点，诚挚邀请中证鹏元参加ICMA的课题研究、论坛以及未来即将开展的一系列活动，表示对未来双方的合作充满信心。Bryan Pascoe非常赞同双方共同促进境内外交流的建议，希望共同搭建投资者与发行人交流的桥梁，认为中国已成为全球第二大债券市场，随着人民币国际化进程不断加快，熊猫

债市场空间巨大，通过境内外投资人和发行人互动交流可以起到积极的促进作用。

会谈中，双方还就信用评级、绿色金融、ESG、数字化技术等话题进行了深入交流，分享了各自的经验和观点。张顺荣介绍了ICMA在亚太地区的工作情况和即将开展的活动计划；田蓉、张靖雷分别介绍了中证鹏元国际、中证鹏元绿融的发展历程与业务开展情况。



▲ 会议合影

中证鹏元高度重视国际化发展，2022年正式成为ICMA会员；全资子公司中证鹏元国际于2012年取得香港证券及期货事务监察委员会颁发的信贷评级服务牌照；全资子公司中证鹏元绿融于2022年成为ICMA《绿色债券原则》《社会责任债券原则》观察员机构，于2023年成为气候债券倡

议组织(CBI)核查员机构。

未来，中证鹏元将继续践行国际化发展理念，与合作伙伴携手共进，不断提升专业水平和服务质量，为构建更加开放、包容、透明的全球金融体系贡献力量。

#### 四、政金协同促发展，融合创新共未来 | 西安市推进经济高质量发展融资对接会暨重点项目合作路演活动成功举办

11月21日，由西安市人民政府主办、西安市财政局和西安市金融工作局承办、中证鹏元资信评估股份有限公司合作支持的“西安市推进经济高质量发展融资对接会暨重点项目合作路演活动”成功举办。活动旨在通过展示西安经济发展成果，搭建西安市各区域、重点企业与各方金融机构、投资机构、行业专家的合作交流平台，以“政金协

同、融合创新”引导各方投资机构聚焦西安市区域重点项目，激发西安市金融与资本市场活力，提升债券市场服务实体经济质效，推动西安市经济高质量发展。中证鹏元作为活动合作方，在主题分享、投资机构对接、嘉宾邀请及活动组织等方面进行了助力支持。

西安市副市长孟浩出席活动并致辞。西安市财政局、西安市金融工作局、西安市发改委、西安市投资合作局等市级部门，西咸新区、新城区等区县开发区和100多家金融及服务机构参加了本次活动。

活动现场 ▶



西安市副市长孟浩介绍了西安经济运行情况并表示当下西安正处于战略机遇叠加期，政策利好的释放期，综合实力的提升期，长期累计的科技创新、先进制造等优势集中迸发，良好产业基础和经济快速发展的势头为投融资提供了充足的配套保障，经济发展潜力巨大，未来可期，市委市政府将持续营造一流的营商环境，提供贴心的

政务服务，构建高效公平的市场环境，共创城市、企业、资本互利合作的美好前景。随后，财政局局长王永杰就财政金融服务区域经济发展情况进行发言，西咸新区、莲湖区、临潼区、经开区等区县、开发区领导依次讲解了区域经济社会发展情况和重点项目情况。中证鹏元、西安财金、交通银行、开源证券等机构轮流发言。

中证鹏元董事、副总裁袁坤龙女士代表公司发言，对西安经济健康稳步成长以及西安市政府在规范发展方面的真抓实干、多措并举予以高度评价。袁坤龙女士表示，基于人才、人口优势和深厚的产业基础，依托国家战略支持，西安现代产业体系逐步完善，新区城市建设取得突破性进展，金融资源积极发挥重要作用，资金与产业投向形成良好配合，古都西安作为西北建设的桥头堡，在新时代发展中展现出蓬勃的创新活力，进一步提升金融资源的使用效率、加强区域资源盘活管理、增强企业自身造血能

力，既是各方共同期待，也是优化区域融资环境、提高整体竞争力的必由之路。随后，袁坤龙女士向与会人员介绍了债券市场和中证鹏元的最新情况，并表示中证鹏元秉持让评级彰显价值的经营理念，近年来保持高质量发展，市场份额持续提升，品牌影响力逐渐扩大，评级质量和服务质量得到市场的广泛认可，同时，中证鹏元在两年前正式成立调研交流平台，致力于为企业品牌推广、业务对接、资本对接等提供助力，本次会议活动正体现了中证鹏元助力地方经济及债市发展的服务理念。



▲ 中证鹏元董事、副总裁袁坤龙发言

活动举行了各区县开发区重点项目融资合作、市级区域稳定基金扩围以及科创债券发行等多轮次合作签约，标志着政金企合作迈向了更广领域、更深层次、更高水平的崭新局面，引导社会资本向支柱产业及重点产业链集聚已达成初步成效。

中证鹏元、国泰君安分别进行了主题演讲。中证鹏元评级副总监胡长森围绕《全新愿景下城投新观察》，从西安市经济财政概况、城投及城投债概况及西安市主要助力措施及市场表现对西安城投债券市场进行了分析。

西安作为“元典城市”，正处于战略机遇叠加期、政策利好释放期、综合实力提升期，长期累积的科技创新、先进制造等独特优势将集聚迸发，良好产业基础和经济快速发展势头为投融资提供充足的配套保障，经济发展潜力巨大、未来可期。中证鹏元也将立足评级主业，发挥创新动力，与各界伙伴紧密合作，积极融入政府的发展战略。

## 五、“零售类信贷不良债权ABS投资价值研讨沙龙”成功举办

自2016年信贷不良资产证券化试点以来，不良资产证券化试点机构经历了两次扩容，累计有40余家金融机构被纳入到试点范围，截至2023年11月末，不良资产支持证券共发行1,861.67亿元，其中零售类不良资产支持证券已成为

市场最主流的不良资产证券化产品，占比接近80%。随着银行金融机构不良资产处置力度加大，作为零售类信贷不良资产处置和出表的重要渠道，零售类信贷不良资产证券化越来越受到发起机构的重视以及投资者的关注。

2023年12月15日，由中证鹏元资信评估股份有限公司和中国资产证券化论坛（CSF）联合举办的“零售类信贷不良债权ABS投资价值研讨沙龙”在北京圆满结束。本次活动由中证鹏元副总裁黄灿女士主持，中国资产证券化论坛秘书长、原中央国债登记结算公司副总经理、银登中心副总裁吴方伟先生莅临现场指导，来自国有银行、股份制银行、城商行、信托、证券、期货、保险、金融资产管理、地方AMC、基金、另类投资公司等三十多家机构的六十多名专业人士进行了热烈深入的讨论和交流。



◀ 交流会现场

中国资产证券化论坛执委会委员闫晓飞先生为本次活动致辞。闫晓飞先生感谢活动主办方中证鹏元和CSF搭建了这么好的行业交流平台，欣喜地见证了资产证券化从百亿及到万亿量级以及投资人群体的日益壮大，对各参会机构嘉宾表示热烈欢迎。闫晓飞先生谈到，这几年不良资产

证券化市场经历了一次真实世界发生的压力测试，在催收难、处置难、房地产市场低迷等多重不利因素下，零售类不良债权ABS的表现依然整体稳健，他相信未来可期，并祝愿资产证券化市场日臻完善，蓬勃发展。

进入主题演讲环节，活动特邀嘉宾招商证券债务融资部副总裁孙鹏先生分享了《零售类信贷不良债权资产证券化产品设计要点及风险缓释措施》，从基础资产筛选、交易结构设计、现金流分配、信用增级措施及风险缓释措施等方面进行了全面详细的介绍。孙鹏先生参与了几十只零售类不良ABS的承销发行工作，他的介绍逻辑性强并有丰富的实操经验，有醍醐灌顶的效果。

随后，活动特邀嘉宾建信信托资产证券化部副总裁孟蔚洋女士做了《零售类信贷不良资产证券化产品的运营管理》主题分享。建信信托是信贷资产证券化发行量最大的受托机构，服务十余家发起机构、百余家投资者，为资产端和资金端提供专业的受托服务。孟蔚洋女士从市场概览、运营管理内容、重点关注问题和项目监测系统等方面对受托机构的服务内容进行了全面细致的介绍，使与会投资者对受托机构运营管理感到耳目一新。

接下来中证鹏元结构融资评级部副总经理汤军先生和张瀚先生分别发表了题为《零售类信贷不良债权资产包估值模型介绍》和《信用卡不良资产证券化评级逻辑及投资分析工具介绍》的演讲。不良资产包估值是不良ABS评级的前提和重要环节，两位评级专家在短短一小时内深入浅出的讲解彰显了专业功底，得到与会投资者的一致认可。

圆桌讨论环节由中证鹏元副总裁黄灿女士主持。来自发起机构建设银行个人与住房金融部资产证券化处的副处长王博女士、邮储银行投资银行部证券化业务主管张静女士和广发银行信用卡中心资产负债管理组主管徐博先生，从发起机构的角度阐述了零售类不良资产证券化对银行的重要战略意义、在发起端以及资产管理端精细化的管理、催收管理工作的应对和调整，给予了与会投资者第一手的信息和信心。

CSF不良资产证券化专委会主席刘世平先生和朗姿资产管理公司特殊资产投资部董事总经理陈犇洋先生，则从市场参与者的角度，高度认可零售类信贷不良ABS是一种标准化程度及透明度高的资产证券化产品，并呼吁更多中小银行机构纳入试点范围，一方面丰富中小银行金融机构零售类不良资产处置手段，做大零售类信贷不良ABS的供给和市场；另一方面为投资者提供更多更丰富的零售类信贷不良资产证券化产品，不断提升投资者的专业能力、交易能力和市场活跃度。

最后，黄灿女士邀请中证鹏元两位评级专家张瀚先生和宋歌先生进一步从评级角度探讨ABS产品。张瀚先生表示从评级角度来看，在历史数据表现足够充分、数据质量足够良好的前提下，零售类不良债权ABS与零售类正常债权ABS同级别优先档具有相同的信用风险，并且投资者若能够借助相关分析工具，零售类不良ABS优先档和次级档具有较好的投资性价比。宋歌先生阐述了资本管理办法新规引入STC（简单、透明、可比）标准，STC标准资产支持证券风险资本占用更低，零售类不良ABS不能纳入STC标准可能使得发行成本有所上升；资本管理新规对资产支持证券风险资本占用的分类更细，对未来发起机构产品设计和银行投资人的投资策略都提出了更高的要求。

本次活动旨在搭建资产证券化发起机构和投资人的交流平台，这也是中证鹏元举办的第二期资产证券化研讨沙龙。与会嘉宾一致认为，零售类信贷不良债权ABS已逐步成为试点机构常态化处置零售类不良资产的手段和工具，对其未来发展前景和投资价值高度关注和期待。中证鹏元表示愿意与各机构加强技术研讨，加深交流合作，继续秉持“让评级彰显价值”的理念，共同推进中国资产证券化市场的价值发现、效率提升和繁荣兴盛。

## 六、中证鹏元多项研究课题荣获奖项

中证鹏元申报的《ESG因素纳入信用评级的挑战及建议》荣获2023年交易所债券市场研究课题优秀奖。此次课题研究是沪深证券交易所为了推动交易所债券市场高质量发展，在证监会债券部的指导下，联合组织的课题研究，共有包括证券公司、基金公司、商业银行、银行理财、评级机构、高等院校等单位申报了128篇研究报告，研究内容涵盖债券发行定价与投资交易、债券市场服务实体经济、债券风险防范处置、REITs市场建设等。

中证鹏元申报的《保障性租赁住房公募REITs研究》荣获深圳经济特区金融学会2022年度重点研究课题二等奖，此次获奖是我公司自2012年首次参加深圳经济特区金融学会优秀论文评选活动以来连续第12次获奖。本次课题研究成果54项，评选出课题类一等奖2名，二等奖5名，三等奖10名，优秀奖若干名。

中证鹏元申报的《绿色债券市场与跨境绿色债券投资研究》荣获第十二届广东省优秀金融科研成果（研究报告类）三等奖。此次活动，由广东省金融学会组织，本课题作为深圳经济特区金融学会2020年度重点研究课题三等奖，由深圳金融学会推荐参选。本次获奖，是继公司2018

年《保险机构信用风险监测预警研究》、2020年《绿色企业评定方法研究》荣获第十、十一届广东省优秀金融科研成果研究类二、三等奖之后的，连续第三届获得奖项。

中证鹏元作为国内最早开展债券评级业务的评级机构之一，以投资者服务为核心，坚持规范化、专业化、科技化、国际化的发展道路，致力为中国资本市场高质量发展贡献自己的力量。一直以来，公司高度重视研究投入，强化研究质量，不断提升研究水平，围绕着宏观经济、评级理论与实务、债市政策、融资实务、违约案例跟踪、地方投融资、绿色债、公募REITs等领域和市场热点问题开展了一系列研究，并通过公司官网、微信公众号、媒体进行发布。研究报告得到投资者、发行人以及其他专业人士的广泛认可。同时，公司积极参与国家发改委、中国人民银行、财政部、证监会、中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国保险资产管理业协会、中国国债协会、深圳证券交易所、深圳金融学会等机构组织的课题研究并取得丰硕成果，2012年以来，参与监管机构或者行业协会组织的课题研究累计获得奖项23项。未来，公司将一如既往地加强研究投入，加强与市场投资者在内各方参与者的沟通与交流，提升报告质量，为市场提供专业的研究服务。

附表 2012年以来中证鹏元课题研究获奖情况

研究项目名称	主办单位	获奖时间	荣誉
保障性租赁住房公募REITs研究	深圳金融学会	2023年11月	深圳经济特区金融学会2022年重点课题二等奖
ESG因素纳入信用评级的挑战及建议	沪深交易所	2023年11月	2023年交易所债券市场研究课题优秀奖
绿色债券市场与跨境绿色债券投资研究	广东省金融学会	2023年11月	第十二届广东省优秀金融科研成果（研究报告类）三等奖
关于城投债风险防范的重难点及对策	沪深交易所	2022年12月	2022年交易所债券市场研究课题优秀奖
俄乌冲突爆发后俄罗斯债券市场变化与启示	沪深交易所	2022年12月	2022年交易所债券市场研究课题优秀奖
境内外ESG投资市场发展经验借鉴	深圳金融学会	2022年12月	深圳经济特区金融学会2021年重点课题优秀奖
债券市场支持城市更新研究	中国银行间市场交易商协会	2022年05月	2021年“NAFMII研究计划”获奖课题
绿色债券市场与跨境绿色债券投资研究	深圳金融学会	2021年12月	深圳经济特区金融学会2020年重点课题三等奖

研究项目名称	主办单位	获奖时间	荣誉
绿色企业评定方法研究	广东省金融学会	2021年06月	第十一届广东省优秀金融科研成果（研究报告类）三等奖
保险资产管理机构应对违约债券策略研究	中国保险资产管理业协会	2021年04月	“2019-2020IAMAC年度课题”优秀课题
绿色企业评定方法研究	深圳金融学会	2020年09月	深圳经济特区金融学会2019年重点课题二等奖
新形势下地方政府专项债券信用风险防范	中国国债协会	2020年02月	“地方政府债券恢复发行10周年纪念征文”活动优秀论文二等奖
近几年地方政府债券市场创新发展梳理及展望	中国国债协会	2020年02月	“地方政府债券恢复发行10周年纪念征文”活动优秀论文三等奖
香港人民币债券市场发展的现状、趋势及深港金融合作对策	深圳金融学会	2019年10月	深圳经济特区金融学会2018年重点课题三等奖
不良资产证券化评级方法研究	深圳金融学会	2018年09月	深圳经济特区金融学会2018年优秀论文二等奖
辽宁省地方社会信用体系建设研究	辽宁省信用协会	2018年07月	首届辽宁省经济与信用研究征文活动优秀论文二等奖
地方投融资平台运行风险及防范研究	深圳金融学会	2017年09月	深圳经济特区金融学会2017年优秀论文三等奖
保险机构信用风险监测预警研究	广东省金融学会	2017年05月	第十届广东省优秀金融科研成果（研究报告类）二等奖
PPP模式：政府投融资管理创新	深圳金融学会	2016年08月	深圳经济特区金融学会2016年优秀论文二等奖
我国市政债发展研究	深圳金融学会	2015年08月	深圳经济特区金融学会2015年优秀论文二等奖
我国城镇化过程中地方政府融资问题研究	深圳金融学会	2014年08月	深圳经济特区金融学会2014年优秀论文一等奖
评级公信力研究	深圳金融学会	2013年07月	深圳经济特区金融学会2013年优秀论文二等奖
我国企业应收账款证券化研究	深圳金融学会	2012年05月	深圳经济特区金融学会2012年优秀论文二等奖

## 七、中证鹏元2023年度评级业务和合规知识测试暨合规知识竞赛活动圆满收官

为持续营造合规文化氛围，提高员工的廉洁、合规意识，强化评级从业人员的合规能力，以赛促学，中证鹏元资信评估股份有限公司（简称“中证鹏元”或“公司”）于2023年10月20日在深圳总部三楼会议室（主会场）以及北京、上海、湖南、四川、陕西、江苏等分公司（分会场）成功举办了精彩纷呈的合规知识竞赛。

公司合规总监邹明安担任本次活动主持人，在开场前介绍了本次合规知识竞赛举办的背景、目的和报名参赛等情况。2023年4月，公司制定了《2023年度评级业务、合规知识测试和合规知识竞赛活动方案》，并于5-8月组织全体一线评级从业人员完成了第一阶段的摸底测试；本次竞赛作为活动的第二阶段，旨在以赛促学，共吸引了上百名一线从业人员报名参赛，占比约40%，还包括部分公司领

导和管理人员，这展示了公司员工对合规的高度重视和积极参与的热情，是公司合规文化从“要我合规”到“我要合规”的集中体现！

公司常务副总裁秦斯朝为本次竞赛活动开场致辞，指出：公司一直以来非常重视合规文化建设，在合规部门和人力资源部的充分准备和细心的安排下，从前期的摸底考试到本次的合规竞赛，得到了大家非常积极的参与，这体现了大家对合规重要性的充分认识，合规执业已内化到员工对自我的工作要求。公司将合规视为保障公司长期稳健发展的战略基石，全体员工应充分认识到合规经营的重要性。近年来，公司持续加强合规文化建设，对评级从业人员的廉洁、合规、专业能力等都提出了更高的要求，经过持续不断的努力公司目前在这些方面取得了较好的成效，但未来还需要坚持做得更好！



▲ 公司常务副总裁秦斯朝开场致辞

本次知识竞赛涵盖了评级行业的行政规章、自律规则、公司制度与执业规范等方面的知识，采取手机通道线上闭卷答题的方式。参赛选手们通过赛前刷题、现场认真答题等形式，展示了自己的专业知识和应对合规问题的能力。竞赛过程中，选手们积极思考，争分夺秒，展现出了高度的专业素养！

经过激烈角逐，最终市场线王雪婷，技术线刘蝶以扎实的业务功底、过硬的手速与判断获得了本次竞赛的一等奖，市场线刘瑞，技术线杨雯琪获得二等奖，市场线李滢菱、曾政新，技术线张祥涛、张钦芳获得三等奖，公司领导为获奖者颁发了奖状和奖品。此外，场外有15个名额作为幸运奖进行了抽奖及开奖仪式。至此，公司“2023年

度评级业务和合规知识测试暨合规知识竞赛活动”圆满落幕。

近年来，公司通过发布《信用评级法律法规汇编》、《公司制度汇编》及合规作业文件，签署执业承诺书，提供日常合规咨询和风险提示等多种方式指导评级从业人员规范执业；通过海报、邮件宣导、测试与竞赛等方式持续开展合规宣传；开发了20余项合规专题课程和100余项评级作业规范课程，定期、不定期对评级从业人员开展培训。总体来看，近年来公司通过以上多种措施积极推进合规文化建设，强化合规经营理念，逐渐使合规成为每个员工意识深处的工作习惯，为公司评级业务合规、稳健和可持续发展打下坚实的基础！

# MACROECONOMIC RESEARCH

CSCI PENGYUAN

宏观研究

# 高质量发展是硬道理——中央经济工作会议解读

◎ 研究发展部 吴进辉

2023年12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行，会议总结了2023年经济工作，分析当前经济形势，部署2024年经济工作。一年一度的中央经济工作会议为来年经济工作开展指明方向，奠定总基调，重要性不言而喻。

## 一、2024年总基调：存在“四大困难”，坚持“五个必须”，稳中求进、以进促稳、先立后破

2023年是新政府的开局之年，也是疫情后经济恢复发展的第一年，我国经济波浪式发展、曲折式前进，呈现前低、中高、后稳态势，前三季度GDP同比增长5.2%，预计今年全年GDP实际增速达到5.3%左右，顺利实现全年经济目标。我们梳理了中国经济和金融领域的重大会议（详见表1），分为短中长期，把握和理解这些会议有利于开展各项投资和研究工作，其中最为重要的当属五年一次党的全国代表大会、国民经济五年规划、中央经济工作会议、政府工作报告、季度政治局会议等。

中央经济工作会议对2023年经济形势的判断和总结有几个变化：会议提出着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，其中“优化结构”是新增的，去年中央经济工作会议和政治局会议一直强调的是扩内需、提信心、防风险。在总结今年的成就方面，会议新增“现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破”。以上新的变化可以看出会议对经济的转型发展，高质量发展新动能方面有较高诉求。

当前经济回升的困难和问题主要体现在四个方面：有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多。今年以来经济弱修复的主要原因是需求不足，内外需均偏弱，居民消费和企业投资意愿不够强，外需也走弱。中央财办有关负责同志解读中央经济会议时表示，部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩，这里部分新兴产业可能指的是新能源和光伏行业。预期偏弱，企业存在不愿投、不敢投现象，居民收入预期差，资本市场财富效应降低；风险隐患仍然较多，主要是多年积累的房地产、地方债务、金融风险。

中央经济工作会议对新时代做好经济工作提出了“五个必须”的规律性认识：必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理；必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力；必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力；必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动；必须把推进中国式现代化作为最大的政治。

中央经济工作会议对于2024年经济工作的总基调：“稳中求进、以进促稳、先立后破”。先立后破的说法此前在2021年中央经济工作会议和总书记对碳达峰碳中和部署时均有提及。稳是大局和基础，要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，明年宏观政策慎重出台收缩政策。进是方向和动力，要有力进取，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，逆水行舟，不进则退。

预计2024年GDP增速目标仍在5%左右，高质量发展是硬道理，同时注重调结构，稳增长的诉求强，政策的力度不会弱，注重政策合力和协调。着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，畅通经济循环，增强经济

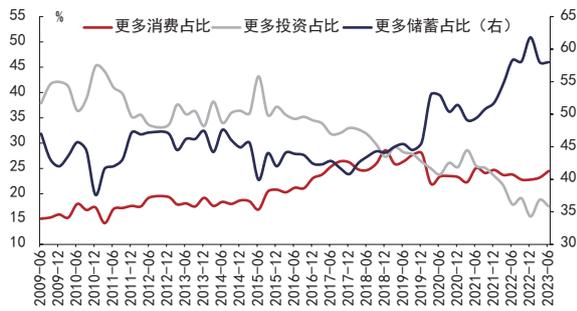
活力。要注意宏观政策取向一致性，会议提出把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。

图表1 我国经济和金融重要会议一览表

机构	会议名称	时间	内容简介
党中央	中国共产党全国代表大会	5年一次 (逢2逢7;下半年)	中国共产党全国代表大会和它所产生的中央委员会为中国共产党最高领导机关。换届选举、政策取向、大会报告决定未来的发展方向。
党中央	中国国民经济和社会发展规划纲要(五年规划)	5年一次 (逢1逢6;上半年)	五年规划是中国国民经济计划的重要部分，属长期计划为国民经济发展远景规定目标和方向。
党中央	中央/全国金融工作会议	5年一次(逢2逢7)	金融领域最高规格的会议，提出金融发展的目标、理念、方针，设立新部门，明确金融监管思路等。
党中央	中央财经委员会(财经委)会议	不定期召开	研究部署特定经济议题，涵盖共同富裕、防范风险、平台经济、双碳、基建等国家中长期发展战略问题。
党中央	中央全面深化改革委员会(深改委)会议	不定期召开	审议深化改革有关制度，涵盖生态、医疗、经济、科技等多方面。
党中央	中央经济工作会议	每年12月上中旬	我国最高级别经济工作会议，部署第二年经济发展。
党中央	中央政治局季度会议	4月、7月和12月 (10月视情况)	是中央经济工作会议后，季度宏观政策基调微调的窗口。
人大/政协/ 各级政府	全国两会(政府工作报告) 地方两会(政府工作报告)	每年3月上旬 每年1-2月	提出当年经济目标与具体任务
国务院	国务院常务会议(国常会)	一般每周三	布置工作任务，一般每周召开，经济内容居多，部级单位实施。
人民银行	季度金融数据发布会	季初月	人民银行举办的新闻发布会，除公布金融统计数据外，还通过答记者问向社会公众传递货币政策信号。
人民银行	货币政策执行报告	季中月	基于预定的政策思路并运用货币政策后，内容涉及货币信贷概况、货币政策操作、金融市场分析、宏观经济分析与政策展望等。
人民银行	货币政策委员会例会	季末月	主要会议分析国内外经济形势，并对货币政策、利率制度、汇率制度、金融支持实体经济、房地产调控、金融开放等提出指导性意见。
人民银行、 银保监会	货币信贷形势分析会	不定期召开	分析信贷形势，引导金融机构加大信贷投放力度与优化信贷结构，平衡稳增长与防风险关系。
财政部	全国财政预算报告	两会期间 (会后公布)	财政部长两会作的上年财政预算执行情况以及当年财政预算草案的报告
财政部	季度财政数据发布会	季初月	财政部举办的新闻发布会，除公布财政收支数据外，还通过答记者问向社会公众传递财政政策信号。
发改委	国民经济和社会发展规划草案报告	两会期间 (会后公布)	发改委主任两会作的上年国民经济和社会发展规划执行和今年国民经济和社会发展规划草案
统计局、发改委	国民经济数据发布会	月中旬	当月经济数据的回顾与总结，并回答记者提问
国务院、部委等	每周五下班的政策发布	每周五下班	每周五下班是政策发布密集时间段

资料来源：公开资料，中证鹏元整理，个别会议时间可能会据实调整

图表2 储蓄占比偏高、消费和投资意愿不足



资料来源: Wind 中证鹏元

图表3 产业产能利用率偏低, 部分产能过剩



资料来源: Wind 中证鹏元

## 二、财政政策：适度加力，预计中央加杠杆

会议指出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，主要从以下几个方面解读：

一是财政政策总基调要适度加力，去年会议为加力提效，并不意味着财政支出力度下降，基于实现5%左右的经济增速和稳增长的诉求，我们认为2024年财政支出强度仍然不低。

二是中央加杠杆是趋势，赤字率有必要提高超过3%。赤字率是财政赤字占GDP的比重，它是衡量财政风险的重要指标，保持合理适度的财政赤字率水平，有利于增强财政可持续性。2022年赤字率安排2.8%，主要是央行和其他机构上缴结存利润，动用了往年结存的工具箱，补充了

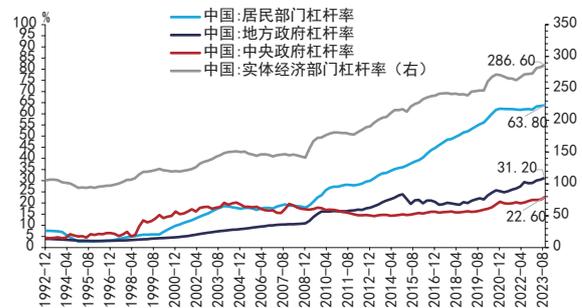
部分可用财力。2023年在没有特别其余财力可补充的情况下，提高赤字率至3%左右，从而保证财政的一定支出强度。在万亿国债增发后，2023年的赤字率由3.0%提高至3.8%左右。当前我国中央政府杠杆率偏低，目前该比例仅有22.6%，明显低于居民和企业的杠杆率，也低于地方政府杠杆率接近10个百分点。我们认为，中性条件下，明年赤字率有望在3.0%-3.5%之间，乐观情况下，赤字率维持在今年末的3.8%左右（明年两会公布），不排除中间提高赤字率的可能性比如发行国债或者发行特别国债的可能性（增加财政支出，但不计入赤字率）。

三是地方政府专项债券规模有望持平或略高于今年，预计在3.8万亿至4万亿左右，发行进度继续靠前，用途范围从传统的领域进一步扩大至补短板惠民生、新基建、三大工程等领域，更好利用资本金。

四是用好财政政策空间，特殊再融资债明年或继续发行，今年已经发行1.39万亿，进一步减轻部分债务较高区域的财政压力。

五是适度进行减税降费，但需要注意调结构，但可以继续优化，该减则减，有效涵养税源，达到“放水养鱼，水深鱼多”的目的，重点支持科技创新和制造业发展。

图表4 中央政府杠杆率明显偏低，存在较大加码空间



资料来源: Wind 中证鹏元

图表5 近年来赤字率及一般公共预算支出



数据来源：财政部 中证鹏元整理

图表6 近年来地方政府新增一般债务和专项债务



数据来源：财政部 中证鹏元整理

### 三、货币政策：灵活适度，降息降准仍可期

会议指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能。”具体来看：

一是货币政策总基调仍是稳健精准，流动性合理充裕，但注重疏通资金到实体的渠道，着力宽信用，降息降准仍有空间（降准取决于流动缺口和提振信心作用，降息更大程度取决于实际利率和通胀），预计降息极有可能发生在明年一季度或者年中，降准随着流动性变化相机抉择。

二是新增“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，这个提法与此前的“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”有所区别和侧重，一是把社会融资规模指标排在货币供应量前面，因为这一指标与经济增长的关系更紧密，而非一味强调货币；二是把以往的“名义经济增速”改为“经济增长和价格水平预期目标”，这样可以更好统筹经济增长和价格水平的目标要求，并强调价格水平是货币政策的重要调控目标。当前CPI增速仍处负增长区间，预计明年仍是小幅增长，货币供应量仍需要保持克制，与通胀增速和经济增速相匹配，从这个方面看，货币总量可能要适度谨慎。

三是强调“盘活存量、提升效能”，这个提法是今年中央金融工作会议首次指出的，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，人民银行相关领导在接受新华社专访也表示，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这三个方面对支撑经济增长同等重要。此项工作可作为明年人民银行的一项重要工作任务，打击资金空转套利，提升资金利率效率，这在某种程度上会压制资金的进一步宽松。

四是结构性货币政策仍大有可为。小微企业、绿色发展、科创、交通等领域的结构性货币政策该延续就延续，实时推出新的结构性货币政策支持领域比如支持消费、三大工程等，政策性金融和抵押补充贷款PSL等均有较大发挥空间，另外PSL可能重启，来支持建设地产三大工程，需要保持关注。

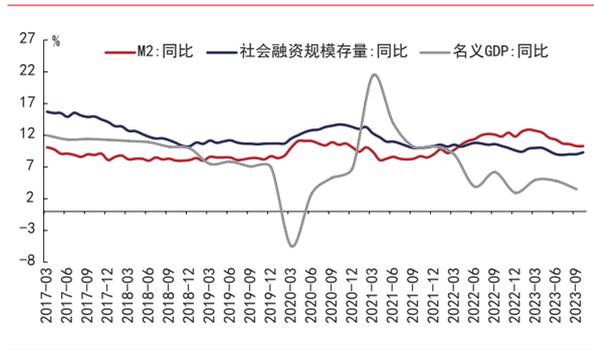
五是汇率维持在合理均衡水平，不允许出现超调，在中美利差收窄，经济企稳回升基础上，预计明年汇率有望重回7以下，走向升值通道。

**图表7 M1活性低，M2与M1的剪刀差扩大，资金进入实体的效率不足**



资料来源: Wind 中证鹏元

**图表8 货币供应量、社融与名义经济增速匹配情况**



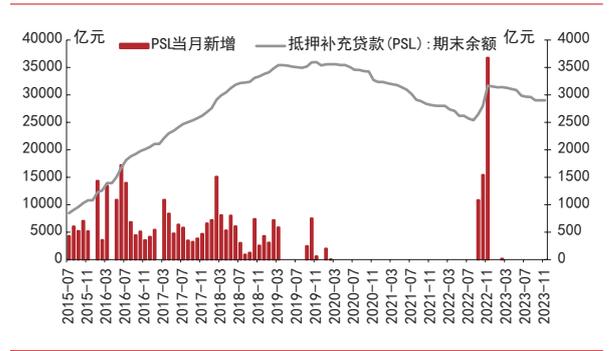
资料来源: Wind 中证鹏元

**图表9 近年来结构性货币政策变化情况**



资料来源: Wind 中证鹏元

**图表10 抵押补充贷款PSL期末余额和当月新增情况**



资料来源: Wind 中证鹏元

#### 四、科技创新引领现代化产业体系建设是首位，发展新质生产力，培育高质量发展新动能

历年中央经济工作会议均会提出重点工作任务，比如2022年会议提出五大任务“着力扩大国内需求、加快建设现代化产业体系、切实落实“两个毫不动摇”、更大力度吸引和利用外资、有效防范化解重大经济金融风险”，今年提出了九大重点任务，分别为“以科技创新引领现代化产业体系建设、着力扩大国内需求、深化重点领域改革、扩大高水平对外开放、持续有效防范化解重点领域风险、坚持不懈抓好“三农”工作、推动城乡融合与区域协调发展、深入推进生态文明建设和绿色低碳发展、切实保障和改善民生”。

会议把建设现代化产业体系由去年的第二位提到首位，且更加突出科技创新的重要性，要求以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。重点关注数字经济、人工智能、生物制造、商业航天、低空经济等领域。

新质生产力一词由总书记在东北座谈会首次提出，具有丰富的内涵。根据中财办介绍，新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的当代先进生产力，它以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的质变为基本内涵，以全要素生产率提升为核心标志。要打造新型劳动者队伍，用好新型生产工具，塑造适应新质生产力的生产关系，具体表现为一是畅通教育、科技、人才的良性循环，弘扬科学家精神和企业家精神，营造鼓励大胆创新的良好氛围；二是加快完善新型举国体制，发挥好政府的战略导向作用，让企业真正成为创新主体，让人才、资金等各类创新要素向企业聚集；三是支持战略性新兴产业和未来产业发展，激励企业加快数智化转型，实现实体经济与数字经济的深度融合；四是加快建设全国统一大市场，持续优化民营企业发展环境，真正发挥超大规模市场的应用场景丰富和创新收益放大的独特优势；五是健全要素参与收入分配机制，激发劳动、知识、技术、管理、数据和资本等生产要素活力，更好体现知识、技术、人力资本导向；六是扩大高水平对外开放，不断改善营商环境，加强知识产权保护，形成具有全球竞争力的开放创新生态，与全球企业和人才共享中国的发展红利。

## 五、着力扩内需，激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成良性循环

中央经济工作会议强调，“要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，发挥好政府投资的带动放大效应等”，主要是侧重在促进和改善消费，对投资

的提法极少（主要是注重投资支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能,完善投融资机制，实施PPP新机制）。对于促进和改善消费，重点是做好能消费、愿消费、敢消费三个方面的保障工作，这次会议的要点：

一是培育壮大新型消费，聚焦在数字消费、绿色消费、健康消费、智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。

二是稳定和扩大传统消费，聚焦在新能源汽车、电子产品等领域。

三是增加城乡居民收入，消费是收入的函数，三季度居民平均消费倾向（消费支出/可支配收入）达到70%，位于季节性高点，今年以来相关出行、接触、旅游等消费表现基本达到2019年同期水平，可圈可点。

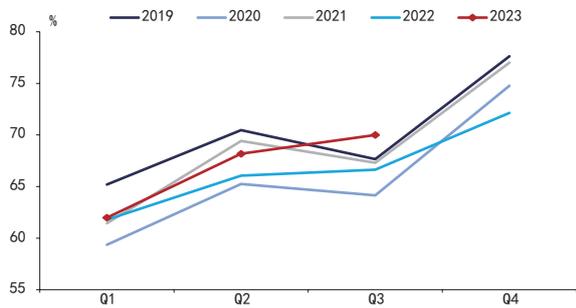
四是推动大规模设备更新和消费品以旧换新，以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，注重消费品的以旧换新和升级，激发消费的潜能。

图表11 三驾马车对经济的贡献率，三季度消费贡献率达到了95%



资料来源: Wind 中证鹏元

图表12 三季度末全国居民平均消费倾向达到了季节性高点



资料来源: Wind 中证鹏元

图表13 居民收入感受和信心指数不高



资料来源: Wind 中证鹏元

## 六、房地产：继续松绑，注重稳和防风险，重点关注三大工程建设

近年来，房地产行业处于深度调整中，出台了一系列供需两端的宽松政策，因地制宜，从一城一策到一司一策，今年全国层面实施“认房不认贷”，存量房贷利率下调，近期北京和上海降低首付比例，放松普宅认定标准，进一步支持刚性和改善性住房需求。中央经济工作会议对房地产的着墨比较多，主要是以下几个方面：

一是积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，短期内，稳地产风险，防止风险外溢仍是政策端的核心任务，房企的合理融资需

求需要尽量满足，同时房企也要实施自救，做好销售回款和项目收并购。

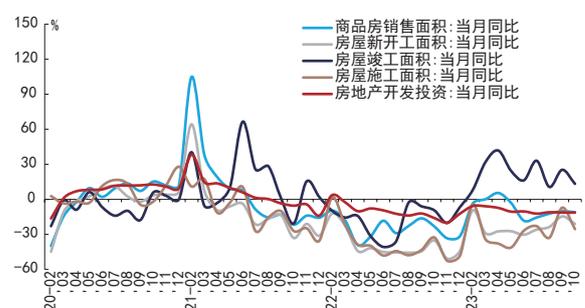
二是加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，这是新时期对房地产行业转型发展提出的新要求，有利于构建商品房和保障性住房双轨发展，建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制，从要素资源科学配置入手，以人定房，以房定地、以房定钱。房地产的新发展模式要与我国经济的高质量发展相匹配，最大化满足“人房地钱”的供需变化，重塑行业格局。

三大工程建设有利于推动基础设施建设投资增长，进一步推动经济增长。关注消费基础设施和保障房REITs的转型发展。

三是适应供需关系的变化，房地产市场的诸多限制政策都需要逐步松绑，顺势而为。公积金贷款、限购限贷、落户门槛等政策均有望深度松绑，一线城市也不例外。

展望2024年，我们认为房地产销售和 investment 数据将会小幅修复，但不宜抱过高期望，不同能级城市有所分化，全国商品房销售面积或在10亿平方米左右，降至2011年水平。

图表14 房地产投资和 sales 指标处底部徘徊，竣工在保交楼情况下有所增加



资料来源: Wind 中证鹏元

## 七、城投：监管持续收紧，增量空间压缩

今年中央经济工作会议指出，“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”，会议对于防风险十分重视，防范和化解风险是永恒的主题，而地方政府隐性债务和城投公司融资监管历来是市场的关注重点，坚决遏制新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务，不发生系统性风险，这是不可突破的底线。

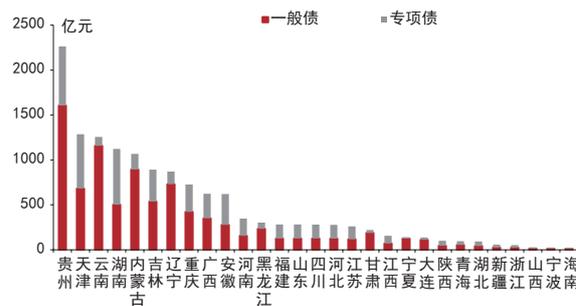
去年中央经济工作会议指出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，今年4月政治局会议指出“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，7月政治局会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。近年来几乎所有的重大会议都要求隐性债务“遏增化存”的基本原则，今年7月政治局会议新增“制定实施一揽子化债方案”的提法，体现中央层面对地方政府隐性债务的重视度进一步提升，标志着隐性债务从“遏增化存”到“逐步化债落实”的层面。

此次会议进一步要求要统筹考虑地方债务风险和发展，那意味着债务风险高的地区要边化债边发展，在债务化解过程中找到新的发展路径，要更大力度激发民间投

资、扩大利用外资。债务风险较低的地区要在高质量发展上能快则快，特别是经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。

展望2024年，城投融资监管在红线要求下面临持续收紧的趋势，“控增量”和“化存量”常态化进行，打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型。继续推进化债工作，以“时间换空间”，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，预计特殊再融资债有望继续发行。城投信仰加强，公开发行债券违约风险极低，但面临资产荒。财政压力不减，地区分化是主旋律，非标、技术性违约等风险是有发生，但应该不影响大局。

图表15 本轮特殊再融资债涉及27个省市，合计规模达到了近1.4万亿



资料来源：Wind 中证鹏元

附表1：中央经济工作会议与今年政治局会议对比

	12月中央经济工作会议	7月政治局会议	4月政治局会议
经济存在的问题	有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。	主要是国内需求不足，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。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。	当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需克服不少困难挑战。
工作总基调	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

	12月中央经济工作会议	7月政治局会议	4月政治局会议
财政政策	积极的财政政策要 <b>适度加力</b> 、提质增效。要用好 <b>财政政策空间</b> ，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。 <b>合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围</b> 。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。	实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策。加快地方政府专项债券发行和使用。活跃资本市场，提振投资者信心。	积极的财政政策要加力提效，与其他政策 <b>形成扩大需求的合力</b> 。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕， <b>社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配</b> 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， <b>盘活存量、提升效能</b> ，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	要精准有力实施宏观调控，加强 <b>逆周期调节和政策储备</b> 。继续实施积极的财政政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要精准有力。
其他政策	要增强宏观政策 <b>取向一致性</b> 。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合， <b>把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估</b> ，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。	要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，提高国有企业核心竞争力，优化民营企业发展环境。 防范化解重点领域风险， <b>调整优化房地产政策</b> 。防范化解地方债务风险， <b>制定实施一揽子化债方案</b> 。 要加大民生保障力度， <b>稳就业</b> ，扩大中等收入群体。要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。夯实 <b>科技自立</b> 自强根基，培育壮大新动能。 坚持“两个毫不动摇”， <b>持续提振经营主体信心</b> 。全面深化改革、扩大高水平对外开放，吸引外商投资。 <b>防范化解重点领域风险</b> ，做好金融机构改革化险。建立房地产发展新模式。加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。 保障和改善民生，强化 <b>就业</b> 优先导向。各级领导干部要带头大兴调查研究， <b>奔着问题去，切实帮助企业</b> 和基层解决困难。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附表2：历年中央经济工作会议主要工作任务对比

	2023	2022	2021	2020	2019	2018
1	以科技创新引领现代化产业体系建设 颠覆性技术和前沿技术能，发展新质生产力；鼓励发展创业投资、股权投资	着力扩大国内需求 把恢复和扩大消费摆在优先位置	正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径 就业优先导向，加大税收、社保、转移支付等的调节力度	强化国家战略科技力量 解决制约国家发展和安全的重大难题	坚定不移贯彻新发展理念 创新、协调、绿色、开放、共享，推动高质量发展	推动制造业高质量发展 推进企业优胜劣汰，增强制造业技术创新能力
2	着力扩大国内需求 有潜力的消费，有效益的投资；关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳；支持社会资本参与新型基础设施等领域建设	加快建设现代化产业体系 提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力；大力发展数字经济	正确认识和把握资本的特性和行为规律 为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管	增强产业链供应链自主可控能力 实施好关键核心技术攻关工程，搞出更多独门绝技	坚决打好三大攻坚战 确保脱贫攻坚任务如期全面完成，打好污染防治攻坚战，打好蓝天、碧水、净土保卫战	促进形成强大国内市场 加快教育、育幼、养老、医疗、文化、旅游等服务业发展，改善消费环境，落实好个人所得税专项附加扣除政策，增强消费能力

	2023	2022	2021	2020	2019	2018
3	<p><b>深化重点领域改革</b> 落实“两个毫不动摇”的体制机制；促进民营企业发展壮大，在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措；有效降低全社会物流成本</p>	<p><b>切实落实“两个毫不动摇”</b> 深化国资国企改革；从制度和法律上把对国企民企平等对待，保护民营企业产权和企业权益</p>	<p><b>正确认识和把握初级产品供给保障</b> 增强国内资源生产保障能力</p>	<p><b>坚持扩大内需这个战略基点</b> 促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体</p>	<p><b>确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保护和改善</b> 稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量；加大城市困难群众住房保障工作，坚持房子是用来住的、不是用来炒的</p>	<p><b>扎实推进乡村振兴战略</b> 农业农村优先发展，总结农村土地制度改革三项试点经验</p>
4	<p><b>扩大高水平对外开放</b> 打造“投资中国”品牌；抓好支持高质量共建“一带一路”八项行动的落实落地，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目。</p>	<p><b>更大力度吸引和利用外资</b> 扩大市场准入；落实外资企业国民待遇</p>	<p><b>正确认识和把握防范化解重大风险</b> 压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任</p>	<p><b>全面推进改革开放</b> 实施国企改革三年行动，优化民营经济发展环境；放宽市场准入，促进公平竞争</p>	<p><b>继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策</b> 财政政策要大力提质增效，货币政策要灵活适度，要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力</p>	<p><b>促进区域协调发展</b> 统筹推进西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展；提高大城市精细化管理水平</p>
5	<p><b>持续有效防范化解重点领域风险</b> 积极稳妥化解房地产风险；统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。</p>	<p><b>有效防范化解重大经济金融风险</b> 要确保房地产市场平稳发展，做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；防范化解地方政府债务风险</p>	<p><b>正确认识和把握碳达峰碳中和</b> 立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合</p>	<p><b>解决好种子和耕地问题</b> 保障粮食安全</p>	<p><b>着力推动高质量发展</b> 创新驱动和改革开放</p>	<p><b>加快经济体制改革</b> 国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则；积极推进混合所有制改革；支持民营企业发展</p>
6	<p><b>坚持不懈抓好“三农”工作</b> 定建设农业强国目标，学习运用“千万工程”经验；探索建立粮食产销区省际横向利益补偿机制，改革完善耕地占补平衡制度</p>			<p><b>强化反垄断和防止资本无序扩张</b></p>	<p><b>深化经济体制改革</b> 国有资本布局优化调整，健全支持民营经济发展的法治环境</p>	<p><b>推动全方位对外开放</b> 放宽市场准入，扩大进出口贸易，推进中美经贸磋商</p>
7	<p><b>推动城乡融合、区域协调发展</b> 实施城市更新行动</p>			<p><b>解决好大城市住房突出问题</b> 高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策</p>		<p><b>加强保障和改善民生</b> 稳就业，完善养老护理体系，深化社会保障制度改革，构建房地产市场健康发展长效机制</p>
8	<p><b>深入推进生态文明建设和绿色低碳发展</b></p>			<p><b>做好碳达峰、碳中和工作</b> 减污降碳</p>		
9	<p><b>切实保障和改善民生</b> 完善生育支持政策体系，发展银发经济，推动人口高质量发展</p>					

资料来源：公开资料，中证鹏元整理



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。

# 固本培元，稳中求进—2024年宏观经济展望

© 研究发展部 吴进辉

核心观点：今年我国经济逐步修复，虽有波折，但可圈可点。展望2024年，需求不足的问题仍待改善，经济内生动能需进一步巩固和加强，着力固本培元，稳中求进，塑造高质量发展新动能。宏观政策稳健积极，实施宽财政+稳货币，扩内需、提信心、防风险。2024年GDP增速目标或在5.0%左右，中性条件下赤字率维持3.8%左右，物价水平偏弱，进一步促消费，基建投资有望成为拉动经济的重要抓手，重点做好地方化债和地产“三大工程”建设。维持股票乐观、债券谨慎的观点，C-REITs市场仍需耐心等待机会。

## 一、2023年以来宏观经济回顾：波折中修复，经济内生动能不强

### （一）前三季度实际GDP同比增长5.2%，名义GDP增速连续下行

初步核算，今年前三季度我国GDP总量为913,027亿元，按不变价格计算的实际GDP同比增长5.2%，三季度实际GDP增速4.9%，大幅超市场预期，名义GDP增速为3.5%，持续下行，季调环比增长1.3%，较二季度上行0.8个百分点。前三季度三大产业分别同比增长4.0%、4.4%、6.0%，贡献率分别为5%、32%、63%。三季度末最终消

费支出对GDP贡献率大幅上行10.3个百分点至94.8%，资本形成额、货物和服务净出口对GDP贡献率分别为22.3%、-17.1%，比二季度末降低了10.5个百分点和收窄0.2个百分点。前三季度全国居民人均可支配收入29,398元，比上年同期名义增长6.3%，实际增长5.9%；城镇居民人均可支配收入39,428元，比上年同期名义增长5.2%，实际增长4.7%。总体看，前三季度我国经济保持逐步恢复，但有所波折，一、三季度经济增速较快，二季度经济有所下行，主因积压需求的集中释放和国内经济复苏基础不牢固，但随着宏观政策加大逆周期调节，政策效应不断显现，全年经济目标能顺利实现。

图表1 我国实际GDP和名义GDP当季同比增速



资料来源：Wind 中证鹏元

图表2 GDP季调环比增速



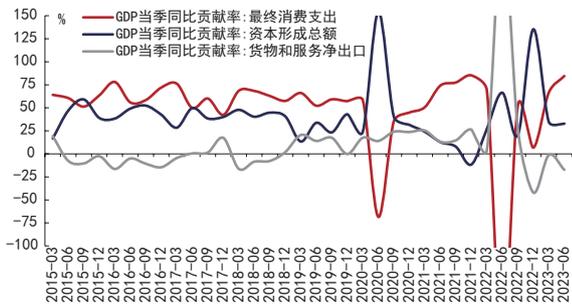
数据来源: Wind 中证鹏元

图表3 三大产业GDP同比增速



数据来源: Wind 中证鹏元

图表4 三大需求对GDP的贡献率: 消费支出贡献大幅增加



资料来源: Wind 中证鹏元

图表5 全国居民可支配收入增速

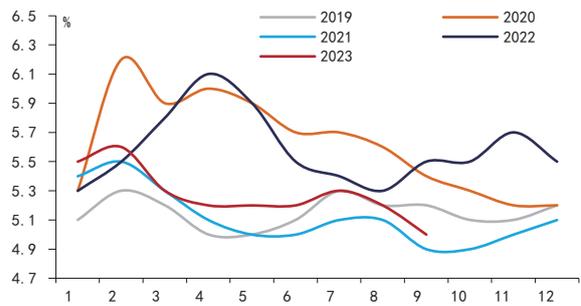


资料来源: Wind 中证鹏元

## (二) 城镇调查失业率下降, 价格水平基本走出底部

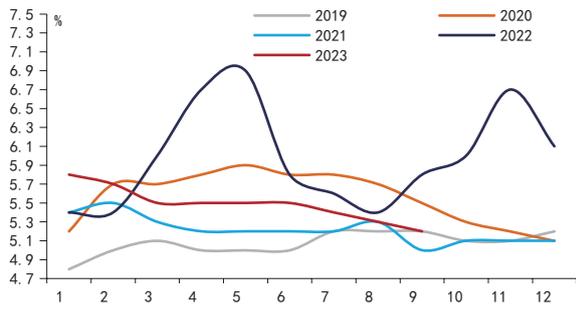
前三季度, 全国城镇调查失业率平均为5.3%, 比去年同期下降0.3个百分点, 三季度城镇调查失业率平均值为5.2%, 与二季度持平, 比一季度下降0.3个百分点, 比上年同期下降0.2个百分点。三季度31个大城市城镇调查失业率平均值为5.3%, 比二季度下降0.2个百分点, 比上年同期下降0.3个百分点。自今年8月份开始, 分年龄段的城镇调查失业率暂停发布, 整体就业形势基本稳定, 青年人就业形势仍不乐观。

图表6 城镇调查失业率整体下行



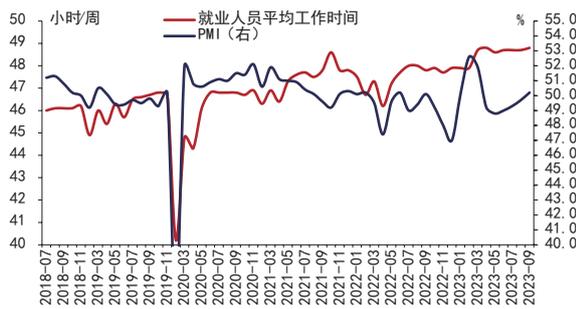
数据来源: Wind 中证鹏元

图表7 31个大城市城镇调查失业率下行



数据来源：Wind 中证鹏元

图表8 就业人员工作时间整体有所上行

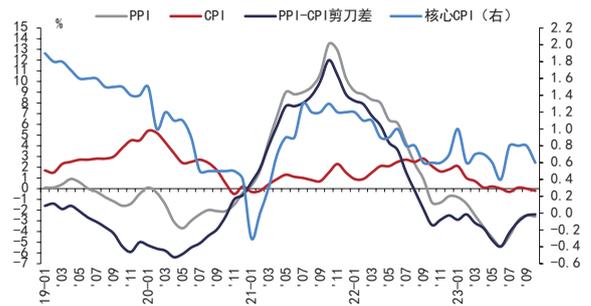


资料来源：Wind 中证鹏元

前三季度CPI同比上涨0.4%，比上半年回落0.3个百分点；PPI同比下降3.1%，降幅与上半年相同。今年以来CPI同比增速处低位徘徊，7月基本可以确认达到年内低点，7月-10月分别录得-0.3%、0.1%和、0.0%和-0.2%，总体保持偏弱运行；前三季度PPI当月同比也是先降后升，6月份触及年内低点，其中7月-10月分别录得-4.4%、-3.0%、-2.5%和-2.6%，PPI-CPI剪刀差整体收窄。总体来说，CPI同比增速回落主要受到供应充足、需求较弱以及同期高基数等因素的影响，而PPI同比增速在基数效应以及大宗商品价格等因素影响下达到底部后降幅整体收窄。

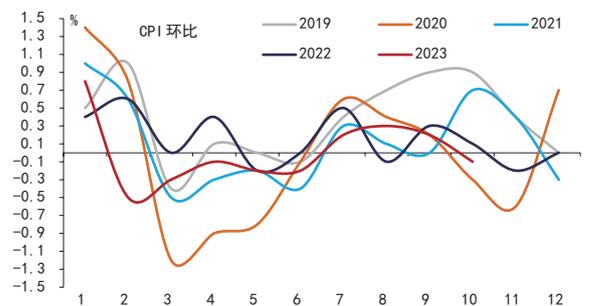
从环比增速来看，当前CPI环比增速处于季节性均值水平之下且有下行趋势，PPI的环比增速处于季节性均值左右，叠加今年CPI同比增速在7月和10月破零，由此引发通货紧缩的担忧。对于通缩的具体认定，学术界存在巨大争议，根据物价水平、货币供应量、经济增长率是否下降可以形成不同的“要素组合”，甚至物价水平是参考CPI、PPI、GDP平减指数以及持续时长（一般连续三个月处于负区间）都有争议。目前分析通货紧缩最常用的是“两个下降、一个伴随”，即物价水平持续下降、货币供应量增长下降，伴随着经济衰退，但并非完全拘泥于这些条条框框。目前国内并不完全符合通缩的严格定义，但当前物价水平中枢偏低，折射出国内需求不足。

图表9 三季度CPI、PPI均从底部逐步改善，但整体仍处低位



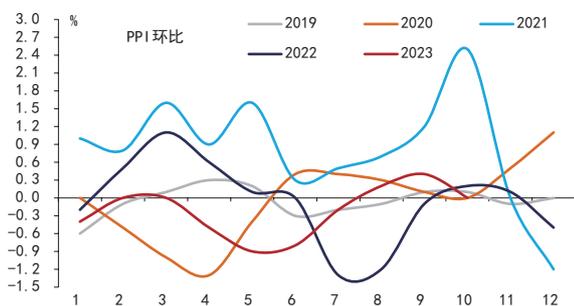
资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

图表10 CPI环比增速仍偏低



资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

图表11 PPI环比增速并不算差



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

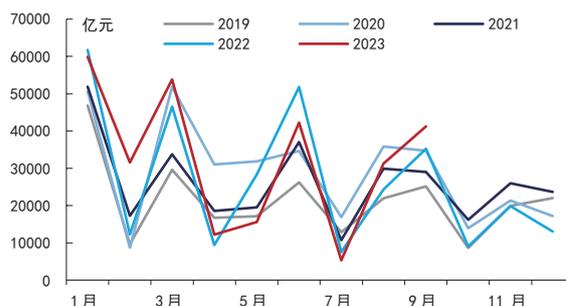
### (三) 社融和信贷稳定增长, 加大逆周期调节; 财政收支压力仍大, 万亿国债增发

今年以来稳健的货币政策精准有力, 加大逆周期调节力度, 着力扩大内需, 有效提振信心, 已分别实施两次降准和降息, 保持流动性合理充裕, 实体经济融资成本下降, 提供了良好的货币金融环境, 切实服务实体经济, 有效防控金融风险, 推动我国经济回升向好。前三季度社会融资规模增量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%。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。9月末, 广义货币(M2)余额289.67万亿元, 同比增长10.3%, 增速分别比上月末和上年同期低0.3个和1.8个百分点; 狭义货币(M1)余额67.84万亿元, 同比增长2.1%, 增速分别比上月末和上年同期低0.1个和4.3个百分点。充分运用结构性货币政策工具, 继续加大对制造业、普惠金融、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持。

前三季度全国一般公共预算收入166,713亿元, 同比增长8.9%。其中, 税收收入139,105亿元, 同比增长11.9%; 非税收入27,608亿元, 同比下降4.1%。1-9月累计, 全国一般公共预算支出197,897亿元, 同比增长3.9%。全国政府性

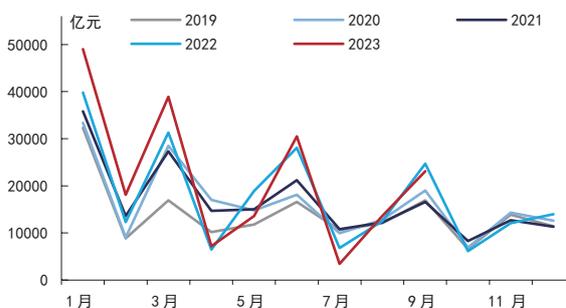
基金预算收入38,683亿元, 同比下降15.7%, 其中国有土地使用权出让收入30,875亿元, 同比下降19.8%。全国政府性基金预算支出66,368亿元, 同比下降17.3%。截至10月末, 今年地方政府新增专项债发行规模约为3.66万亿, 完成进度达到了97%, 整体进度快于2020年和2021年同期, 慢于2022年同期。10月24日, 十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议, 明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元, 主要用于灾后恢复重建和防灾减灾救灾工程。财政赤字率由3%提高到3.8%左右, 这也是历史上第四次, 时隔23年调整赤字。目前各地正在申报项目, 预计有望在11月末或者12月初启动国债发行。

图表12 今年社融当月值整体表现较好



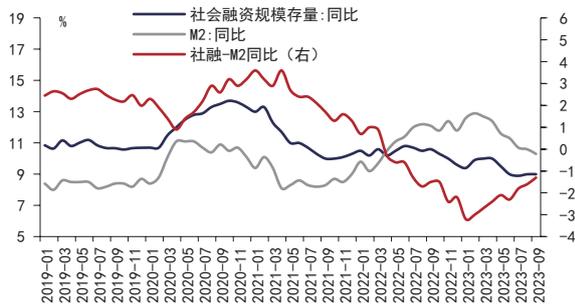
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图表13 今年信贷当月值整体表现较好



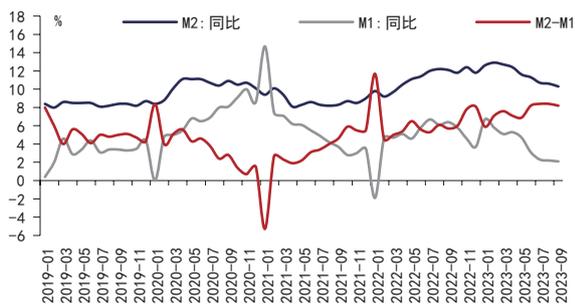
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图14 今年社融与M2剪刀差整体收窄



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图15 今年M2与M1剪刀差整体震荡上行



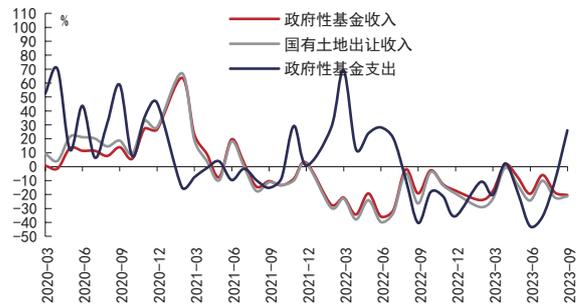
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图16 今年公共财政收入震荡, 支出强度一般



数据来源: Wind 中证鹏元整理, 当月同比

图17 今年卖地收入低迷, 政府基金收支低位



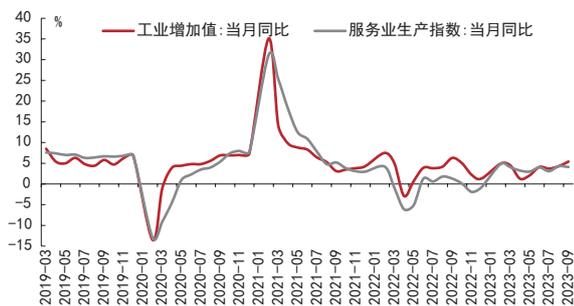
数据来源: Wind 中证鹏元整理, 当月同比

#### （四）供给端：工业和服务业恢复向好

前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，较一季度、上半年分别加快1.0、0.2个百分点，呈逐季回升态势。从环比增速来看，6月达到0.68%的高点，7-9月环比增速为0.01%、0.5%、0.36%。从两年平均增速来看，7-9月工业增加值两年复合增速分别为3.7%、4.3%、5.4%，逐月上行。PMI指数自今年4月开始跌入收缩区间，目前仅有9月站上荣枯线水平以上，制造业预期较差。前三季度，全国规模以上工业企业利润同比下降9.0%，降幅较上半年、一季度分别收窄7.8和12.4个百分点。一、二季度，规上工业企业利润同比分别下降21.4%、12.7%，三季度利润增长7.7%，9月份规上工业企业利润当月同比增长11.9%，连续两个月实现两位数增长。工业企业延续去库存，工业企业产成品存货累计同比增速整体下滑，从前2月的高点10.7%下降至前7月的低点1.6%，前8月和前9月增速小幅回升至2.4%、3.1%。

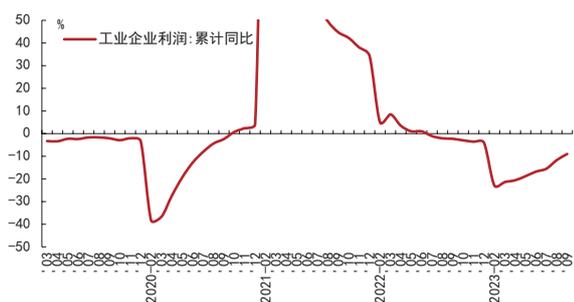
初步核算，前三季度，服务业增加值502,993亿元，同比增长6.0%。服务业增加值占国内生产总值比重为55.1%，比上年同期上升1.4个百分点，对国民经济增长的贡献率为63.0%，拉动国内生产总值增长3.3个百分点。服务业生产指数表现稳定，7-9月两年平均增速为3.1%、4.3%、4.1%。

图表18 工业增加值和服务业指数当月同比



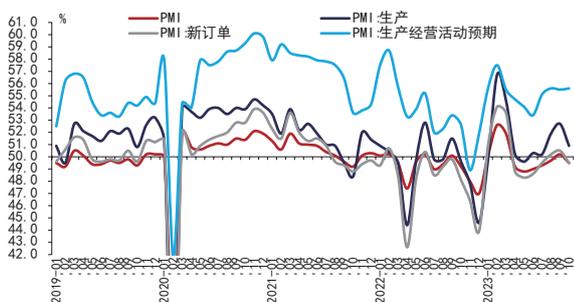
资料来源：Wind 中证鹏元，2023年为两年平均增速

图表19 今年工业企业利润逐步从底部回升



资料来源：Wind 中证鹏元

图表20 PMI从4月开始下滑，仅有9月在荣枯线以上，生产经营活动预期处于较高的扩张区间



资料来源：Wind 中证鹏元

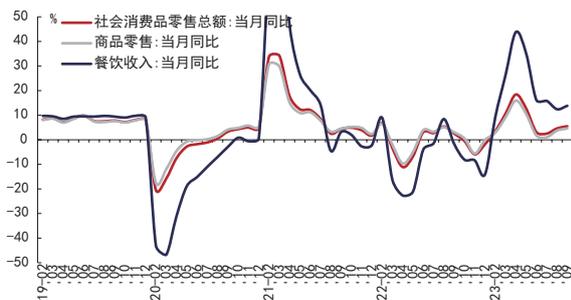
**(五) 需求端：消费持续修复，出口低位，基建和制造业投资平稳增长，地产投资仍处谷底**

从消费来看，前三季度社会消费品零售总额342,107亿元，同比增长6.8%，增速较上半年下降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%。以2021年为基数，从社零两年复合增速来看，2-9月增速分别为4.1%、4.8%、3.5%、3.5%、4.0%、3.1%、3.2%、3.9%，消费恢复较为可观，出行和服务相关消费数据基本恢复至2019年同期水平。

从外贸来看，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%，10月出口增速不及预期，同比增速降至-6.4%。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%。在外需放缓的条件下，后续出口仍有压力，但近期中美关系有所缓和，不可忽视一带一路的拉动作用，整体维持出口的边际低位。

从投资来看，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%，增速较上半年下降0.7个百分点。前三季度狭义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，7-9月广义基建投资当月同比增速分别为5.3%、6.2%、6.8%；前三季度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%，9月制造业投资当月同比增速为7.9%，连续2个月上行；前三季度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%，地产行业仍处低谷。今年以来房地产松绑大幕开启，政治局会议确定地产供需关系发生变化，全国层面实施首套商贷“认房不认贷”，存量房贷利率调整，惠及5000万户家庭合计1.5亿人，家庭每年节省的利息支出大概是1700亿元。但地产销售属于“脉冲式”修复，7-9月地产投资当月同比增速为-12.2%、-11.0%、-11.3%，地产投资仍处于低谷徘徊。

**图表21 消费一季度改善明显尤其是餐饮，二季度有所放缓，三季度延续恢复**



资料来源：Wind 中证鹏元

**图表22 三季度以来外贸下滑趋势有所缓和，但整体位于低谷**



资料来源：Wind 中证鹏元

**图表23 今年以来基建投资和制造业投资仍有韧性，房地产投资仍陷低谷**



资料来源：Wind 中证鹏元，均为测算后的当月同比增速

## 二、2024年宏观经济展望：固本培元，稳中求进，塑造高质量发展新动能

**（一）外部环境：利率水平维持高位，政策的松紧具有较大不确定性，寻求经济软着陆**

一是通胀下行但有反弹风险，需维持利率水平更高更久，政策松紧更加谨慎，注重经济软着陆。自2022年3月以来，欧美开启了本轮最强加息周期，以抗击高通胀。截至目前，美国已经连续加息11次，合计加息525BP，将基准联邦基金利率抬升至5.25%-5.50%的高点，因2023年上半年中小银行业危机和信贷紧缩风险，6月暂停加息，7月

再度重启加息，9月和11月连续两次再度暂停加息。通胀水平虽整体回落，但有所反弹，9月美国CPI同比增速从6月的3.0%升至3.7%，核心PCE增速仍不低，9月核心PCE同比和环比增速为3.7%和0.3%。劳动就业市场有所降温，时薪同比和环比整体下行。自2022年7月开启加息以来，欧元区结束了长达8年的负利率时代，已经连续加息10次，合计加息450BP，将存款利率上调至4.0%，主要再融资利率上调至4.5%，边际贷款利率上调至4.75%，通胀水平整体回落，10月欧元区调和CPI为2.9%，虽然部分通胀指标放缓，但核心通胀压力仍然较大，10月欧元区核心CPI为4.2%。2024年欧美等主要经济体仍需要警惕通胀的反弹风险，预计高利率水平需至少保持到明年上半年。同时加息后的负面效应逐步显现，如何避免经济硬着陆，也需要考量，且重要性有所提升，市场普遍预期美国有望在明年下半年开启降息。

二是美国宽财政难以快速退出，信用评级下调，警惕财政债务恶化风险。疫后美国宽财政在一定程度上助推了美国经济的韧性，今年三季度美国GDP环比折年增速达到2.9%，同比增速达到4.9%。在宽财政刺激和供给压力下，叠加货币政策的紧缩，需求被压制，经济基本面强劲，美国10年国债利率水平一度达到5%的高位。高利率水平进一步加重美国政府面临的债务负担以及违约风险，11月10日，美国穆迪以财政赤字庞大和偿债能力下降为由，将美国主权信用评级展望从“稳定”下调降至“负面”。惠誉8月1日将美国长期外币发行人违约评级从AAA下调至AA+，评级下调的主要驱动因素在于财政债务问题不断恶化。美国上一次面临评级下调是在2011年，国际评级机构标准普尔将美国主权信用评级从AAA下调至AA+。由于两党对债务问题的意见并不统一，政府面临一定的停摆风险，考虑到2024年是总统选举之年，预计明年美国宽财政可能仍需维持一段时间。

三是巴以局势持续升级，地缘政治冲突仍有不确定性。自2022年俄乌冲突发生以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯采取了一系列涉及政治、经济、贸易、技术等方面的制裁措施，同时，俄罗斯实行了一系列反制裁措施，互相的制裁措施对全球政治、经济、金融格局将产生重大影响，尤其是引发全球能源和粮食价格大幅上涨，供应链和产业链受到冲击。今年以来俄乌冲突仍在持续，欧美对俄罗斯的制裁有所加码，短期内难以解决，溢出效应要时刻警惕。今年10月初，巴以冲突升级，地缘政治风险指数大幅上行，由于中东地区石油储量丰富，占世界海运石油贸易的三分之一以上，巴以局势的变化影响石油供给，对全球油价造成波动，目前巴以局面仍胶着，存在一定的外溢风险。

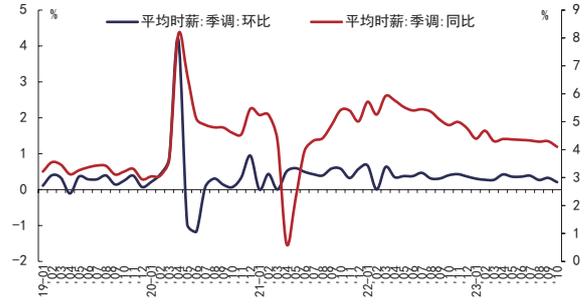
四是中美关系有所缓和，但全球格局和治理发生深刻变化，大国博弈仍是绕不开的话题。逆全球化思潮不断涌现，全球发展格局和治理发生深刻变化，中美大国博弈是绕不开的话题。近年来，美国和中国在科技、高新技术、关税、贸易等方面摩擦不断，作为全球前两大超级经济体，中美关系的变化，时刻牵扯着全球经济金融市场。今年以来，中美对话增多，关系有所缓和，明年有望朝着健康有益的方向发展，影响深刻比如推动产业链和供应链的进一步发展，稳住外贸的增长。今年9月，中美双方成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”，两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。人民日报发表评论文章，推动中美关系真正稳下来、好起来。11月10日，中美经贸达成重要共识，同意一道努力应对共同挑战，包括经济增长、金融稳定和监管等。

图表24 欧美等主要发达经济体通胀整体回落，个别月份有所反弹



资料来源: Wind 中证鹏元

图表27 美国时薪同比和环比趋于下行



资料来源: Wind 中证鹏元

图表25 美国核心PCE同比仍不低



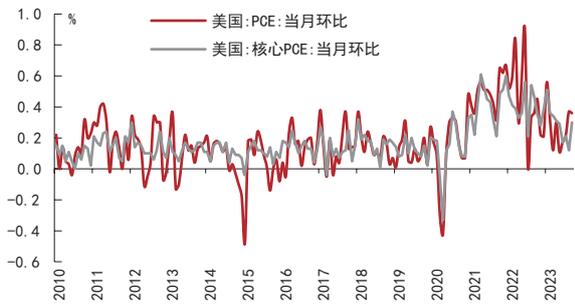
数据来源: Wind 中证鹏元

图表28 美国职位空缺整体下行，雇佣差仍不低



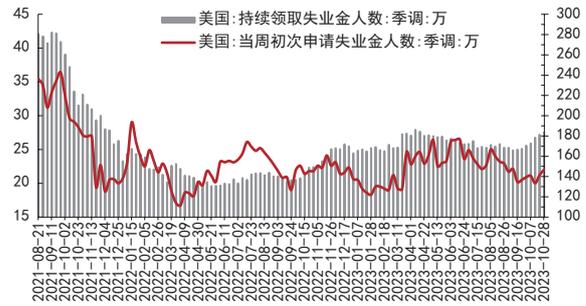
资料来源: Wind 中证鹏元

图表26 美国核心PCE环比增速居高不下



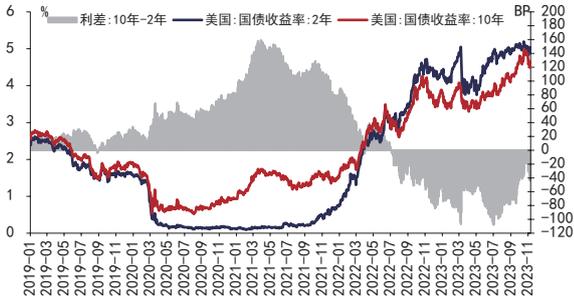
数据来源: Wind 中证鹏元

图表29 美国当周初次申请失业金人数整体下降



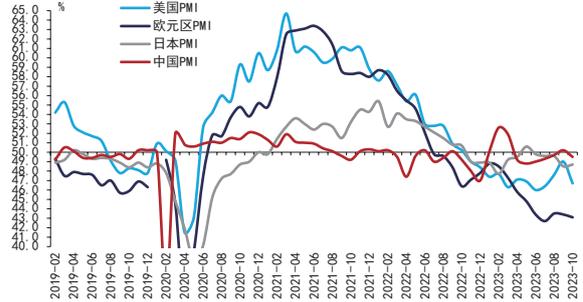
资料来源: Wind 中证鹏元

图表30 美国10年和2年国债收益率利差倒挂逐步收窄



资料来源: Wind 中证鹏元

图表33 全球主要经济体PMI指数处于低位下行



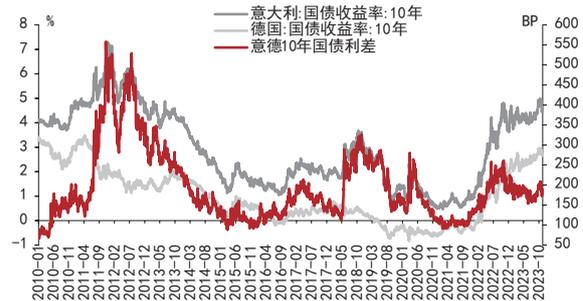
资料来源: Wind 中证鹏元

图表31 今年以来美国GDP环比增速和同比增速逆势上行, 经济韧性足



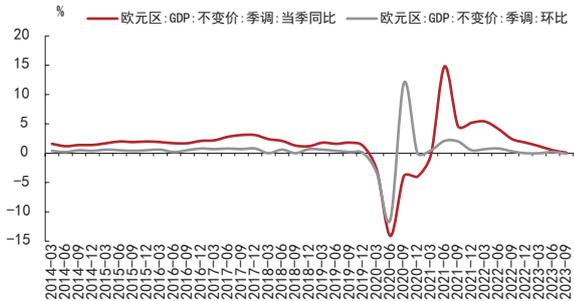
资料来源: Wind 中证鹏元

图表34 欧元区意德10年国债利差仍处于180BP左右, 并不算低



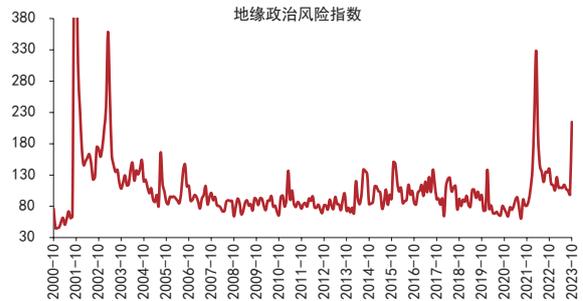
资料来源: Wind 中证鹏元

图表32 今年以来欧元区GDP环比增速和同比增速持续下行, 经济下行压力大



资料来源: Wind 中证鹏元

图表35 今年巴以局势升级和俄乌冲突持续, 地缘政治风险指数再次大幅上行



资料来源: Wind 中证鹏元

## （二）内部形势：需求不足，政策需保驾护航，叠加产业转型升级，高质量发展已深入人心

一是需求不足，居民收入预期和企业经营活力不够，经济内生动能需要逐步巩固。2023年基本实现了疫情的平稳过渡，但经济整体恢复的内生动能不强，需求不足的问题比较突出，通胀数据偏低，民间投资增速持续位于负增长，当前消费能力和意愿不明显，主要受制于收入预期的增长，2023年消费的回暖主要体现在服务和出行消费。从金融数据来看，M1收缩明显，资金活性不足，但是企业端信贷高增，存款居高不下，这都体现实体融资需求不强，经营主体活力和信心有待进一步改善尤其是民营企业。我们认为，疫后伤疤效应仍持续到2024年，资产负债表的修复需要时间，要保持耐心和信心，政策仍要做好保驾护航，需求提振、预期逐步好转，经济内生动能修复仍是明年大概率事件。

二是我国处于经济转型升级的关键期，新旧动能切换，民企重视度加强，高质量发展深入人心。当前我国经济已经从高速发展转向高质量发展阶段，新旧动能转换，过去以地产和基建为主的旧增长动能放缓，地产的下行趋势难以阻挡，围绕高质量发展这一首要任务，2024年正处于经济转型和产业升级的“窗口期”，一些结构性问题、周期性矛盾有所体现比如人口数量红利消失，逐步向人口质量红利转变，要在现代化产业体系建设、科技创新、高端制造业、数字经济、绿色发展和人工智能等领域寻求新突破，进一步加大对民营企业的支持力度，提升市场经济的活力。

三是防范和化解风险，土地财政面临增收和化债的压力。今年中央金融工作会议指出，防范和化解风险是金融工作的永恒主题，近年来，我国中小金融机构风险、房地产行业风险、地方政府隐性债务风险受到重点关注。

2024年要时刻关注重点领域风险的溢出效应，各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件随时可能发生，牢牢坚守不发生系统性风险的底线。注意，新一轮化债进程开启，一揽子化债方案持续推进，地方财政收支压力仍较大。

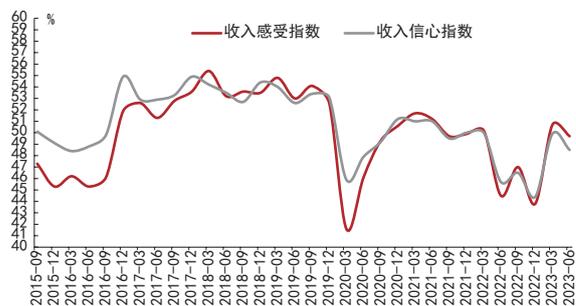
四是高收益资产减少，监管从严趋紧。2024年《党和国家机构改革方案》调整完毕，要打破思维定势，朝着新发展格局和高质量发展目标努力，不可低估政策和监管的力度。中央金融工作会议明确未来经济金融工作从严监管的趋势，新一轮监管改革可能要来临，要未雨绸缪，更加注重防风险和合规性。另一方面，近年来我国价格和利润中枢水平明显下移，高收益资产惶恐成趋势，部分传统业务发展较难，需做好精细化运营好战略管理，寻求新的业务增长点。

图表36 花旗中国经济意外指数显示经济复苏预期的变化



资料来源：iFind 中证鹏元

图表37 居民收入感受和信心指数



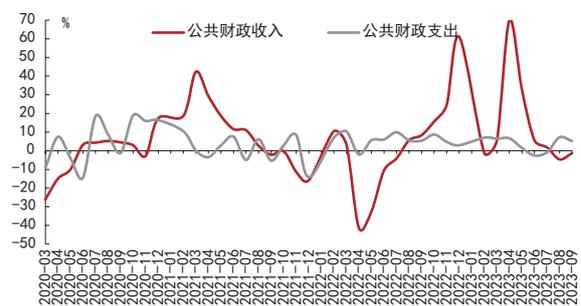
资料来源：iFind 中证鹏元

图表38 居民预期房价上升比例位于历史7%分位数的低点



资料来源：iFind 中证鹏元

图表41 政府端：财政收支压力仍较大



资料来源：Wind 中证鹏元

图表39 居民提前偿还房贷的比例明显偏高



资料来源：iFind 中证鹏元

图表40 企业端：民间投资同比增速连续5个月处于负区间



资料来源：Wind 中证鹏元

**(三)2024年GDP增速目标仍不低,预计在5.0%左右,着力扩需求、提信心、化风险**

2023年作为疫后经济重启的第一年,全年经济呈现“N”型走势,前三季度GDP同比增速分别为4.5%、6.3%、4.9%,预计今年GDP增速在5.4%左右,对应两年复合增速为4.2%。基于2035年的远景目标和当前我国的经济潜在增长水平,2024年是“四十五”规划承上启下的关键一年,预计经济增速目标太低,我们认为明年GDP目标或仍在5.0%左右,高质量发展的同时需要保持合理的经济增速,这在一定程度上有利于稳定预期和提振发展信心。

2024年国内宏观经济要着力提振需求,固本培元,修复和改善内生动能,预计仍以渐进式修复为主,不宜过高估计经济增长的斜率。总基调是以稳为主,稳中求进,货币金融环境较为友好,加大宏观政策调控力度,重点做好扩大内需、提振信心、防范风险工作,同时加快培育高质量发展的新动能,统筹推动经济运行在合理区间。

2024年物价水平仍偏低,保持小幅增长,中枢水平或在1%左右;就业逐步好转,失业率控制在5.5%以内。PPI与企业盈利和名义GDP增速相关性较高,本轮PPI的底部

基本确认，在地缘政治因素影响下，明年油价有望趋于上行，带动PPI增速转正，2024年全年PPI有望震荡上行，但中枢水平仍不高，注意下游结构性产能过剩的影响。关于CPI，短期内猪价可能继续磨底，大宗商品价格、油价、PPI传导效应下带动通胀增速温和上行，鉴于需求不足的问题突出，全年CPI增速中枢在1-1.5%左右。关于就业，2024年经济继续好转，就业优先政策加码，整体失业率压力不大，全年失业率增速控制在5.5%以内，需关注青年人就业情势变化。

产需两端方面，2024年仍要把改善消费摆在首要位置，同时基建投资是稳增长的另一重要抓手。从生产端来看，企业去库存和利润在今年三季度迎来拐点，库存周期底部逐步显现，2024年企业有望开始补库存，企业盈利迎来修复。服务业持续复苏尤其是出行和接触类消费改善空间较大。外需方面，欧美等发达经济体处于加息末尾，但需维持高利率水平，明年上半年难以开启降息，美国经济预计仍有一定韧性，欧元区经济下行压力较大，出口整体回落因欧美基本面的变化有不确定性，但基于中美关系的缓和，RCEP效应、一带一路、新兴经济体的拉动，我国出口仍有上行的空间。内需方面，2024年的重点工作仍是促消费，消费受限于收入增长，重点是关注消费改善的高度和可持续性，更大力度和积极的促消费政策要及时靠前推出；基础设施投资是明年经济的一个重要抓手，随着万亿增发国债资金和实物工作量的落地（虽然今年四季度发行完毕，仅有5000亿用在2024年，考虑到项目申报、冬季开工等因素影响，万亿增发国债的实物工作量大部分在明年落地），叠加特殊再融资债的接续发行，基建投资增速有望保持两位数增长；明年制造业投资有望迎来补库存，减税降费、财政贴息等政策常态化推进，随着名义GDP增

速的提升，同时新能源、数字经济、人工智能等经济转型升级产业有望继续迎来政策利好，制造业投资维持稳定增长；地产投资以稳为主，难有起色，地产销售小幅修复，供需两端政策要继续松绑，重点关注保障性住房建设等“三大工程”的拉动作用。

2024年人民币汇率仍有一定压力，预计先贬后升，双向均衡波动。美联储紧缩的货币政策预计要维持到明年上半年，欧元区汇率仍弱，美元指数仍有可能高位震荡，叠加国内基本面的弱修复，上半年人民币汇率或继续承压，下半年有望升值回到7以下。关注日本货币政策的变化，从而压制美元指数。

图表42 2023年和2024年GDP预测增速



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

图表43 GDP当季平减指数仍处负值



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

图表44 2023年以来猪肉价格不断回落



数据来源: Wind 中证鹏元

图表47 工业产成品存货加速去库存, 目前处于底部



资料来源: Wind 中证鹏元

图表45 蔬菜和水果价格具有季节性



数据来源: Wind 中证鹏元

图表48 CRB现货综合指数与出口增速走势相关性较好



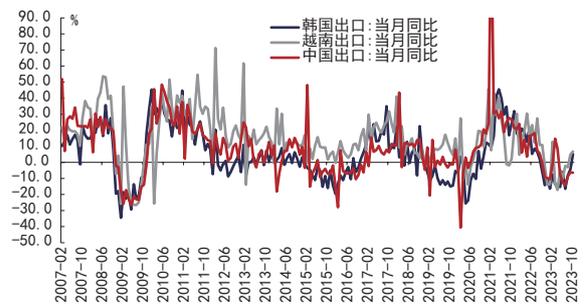
资料来源: Wind 中证鹏元

图表46 布伦特原油价格波动



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

图表49 韩国和越南与中国出口增速相关性很高



资料来源: Wind 中证鹏元

图表50 工业出口交货值与出口增速相关性较好



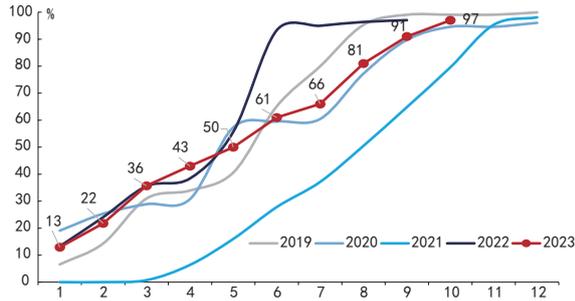
资料来源: Wind 中证鹏元

图表53 国房景气指数位于行业的低谷



资料来源: Wind 中证鹏元

图表51 近几年新增专项债发行进度均偏快



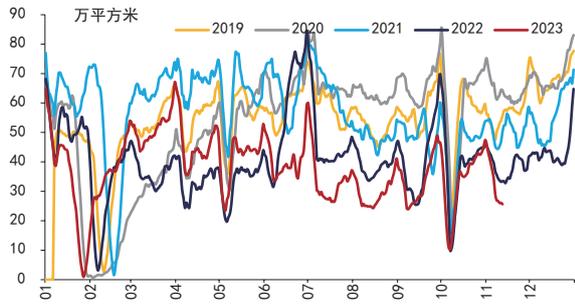
资料来源: Wind 中证鹏元

图表54 2023年人民币汇率贬值压力较大



资料来源: Wind 中证鹏元

图表52 近期30城大中城市商品房成交面积弱于往年同期



资料来源: Wind 中证鹏元, 7日移动平均

图表55 中美10年国债利差大幅倒挂198BP



资料来源: Wind 中证鹏元

#### （四）宏观政策：财政更加积极，赤字率或可在3.8%左右；货币政策稳健中性，助力宽信用

基于上述分析，2023年经济增速预计在5.4%左右，并不算一个低的基数，2024年经济增速目标若保持在5.0%左右，难度并不低。我们认为，宏观政策进一步加大调控，保持稳健积极，不具备大幅收紧的可能，仅有个别结构性政策调整。中央金融工作会议指出，要着力营造良好的货币金融环境，金融要为经济社会发展提供高质量服务。财政货币政策要进一步协调配合，精准发力，为经济的持续恢复保驾护航。近期关注将要召开的二十届三中全会和中央经济工作会议。

**财政政策方面：**2024年可能是财政政策大年，更加积极作为，除了减税降费、财政贴息、转移支持等常规工具外，重点关注几个方面：一是启动宽财政，中央加杠杆，我们认为，年内财政赤字率有望保持高位，中性条件下，明年财政赤字率保持在3.8%左右，赤字规模突破5万亿；乐观情况下，赤字率或可突破4%；偏谨慎情况下，赤字率也有望在3.5%-3.8%左右；二是做好万亿增发国债的资金落实（2023年四季度发行完毕，5000亿用在2024年）和实物工作量；三是指导地方做好一揽子化债工作，截至11月14日，28省市已经披露发行特殊再融资债12,553亿，明年特殊再融资债券有望延续发行；四是继续落实好地方政府专项债券这个重要抓手，预计2024年地方政府新增专项债规模保持在3.8-4万亿左右，同时持续扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围，提前批额度有望今年底提前下发。

**货币政策方面：**稳健偏中性，降准降息仍有可能，防止资金空转套利，重心宽信用，支持实体经济稳定增长。加大逆周期调节和跨周期调节相互结合，保持社融和信贷的平稳增长，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这对支撑经济增长同等重要。保持流动

性合理充裕，但要注意随着明年经济的持续回升，货币政策目标因时切换，利率水平中枢有可能被引导上行。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，进一步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7万亿左右。保持国际收支平衡，防止汇率超调风险，配合做好化债工作的工具投放。

**产业政策方面：**推动产业升级，培育高质量发展的新优势，建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，也要顺势而为，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。新能源、数字经济、人工智能等新兴领域持续出台政策支持，落实碳达峰碳中和目标任务。激发民间投资活力，落实“两个毫不动摇”，一视同仁支持民营企业发展，民企相关优惠政策和融资支持工具等已经出台，关注实际成效和落地情况。

**城投信用方面：**2024年城投融资监管延续收紧趋势，中央金融工作会议传递严监管的信号，近期财政部再次通报8起隐债问责案例，此次通报范围更广、规模更大，涉及部分金融机构的问责。中央顶层文件和财政部均明确要求防范地方政府隐性债务风险，坚决遏制增量、化解存量，秉承“中央不救助”的原则，要求进一步打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型。特殊再融资债发行置换存量债务，进一步巩固城投信仰，公开发行城投债券不具备违约风险，地区分化仍是主旋律，信用下沉要尽量规避尾部弱资质区域，非标违约、技术性违约等时有发生，但对整体大局影响不大。重点关注一揽子化债组合方案的推进，商业银行配合展期降息、探索区域隐性债务清零试点、债务重组、AMC介入，关注贵州、云南、山东等地债务化解方案。在地产“三大工程”和国债增发背景

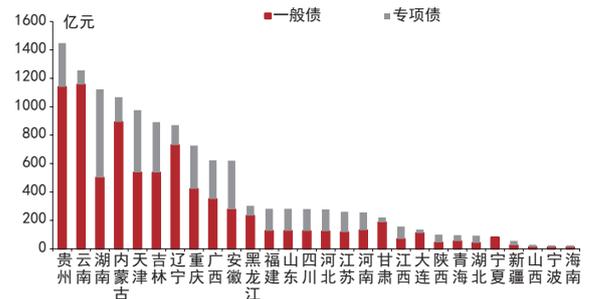
下，基建投资维持高位增长，城投债一级发行保持稳定增长，信用债资产荒局面仍存在，城投债具有较高配置热情和动力。

**房地产方面：**2023年中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。2024年房地产供需政策继续松绑比如公积金或人才政策放松，但地产销售维持脉冲弱修复，重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，这是房地产新发展模式的重要探索，也将进一步拉动基建投资增速，助力经济恢复向好，预计央行可能提供PSL资金支持。明年仍要重视和稳定地产行业债务风险，防止外溢效应，部分房地产项目加大收并购，引导和帮助行业风险有序出清。另外关注房企参与公募REITs如保障性租赁住房、消费基础设施REITs的业务发展点。

**资本市场方面：**维持股票乐观、债券谨慎、REITs仍需耐心等待机会。当前A股的整体估值并不高，随着经济的修复，美债利率下行，外部货币金融环境约束有所下降，进一步利好风险资产，活跃资本市场的措施有可能继续出台，可重点布局“五篇大文章”的结构性板块。债券市场预计保持震荡趋势，仍有降准降息的可能，存款利率也有望继续下降，但风险偏好不利固定收益市场，从资金和基本面因素看，利空概率大于利多，可继续博弈预期差，总体保持谨慎但也不宜过于悲观。公募REITs市场继续扩容，加大常态化发行，市场规模有望突破到1500亿左右，随着宏观基本面修复，REITs整体业绩恢复正常，凸显优质资产的特点，建议投资者加强宏观中微观的研判，牢牢把握公募REITs中长期配置的投资理念。2024年市场仍需探索内在价

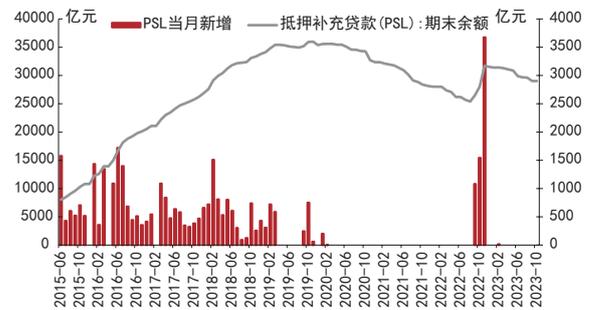
值的回归，注意FOF等长期资金进场和资产荒的背景下，在当前市场估值偏低的情况下，可能会助推市场一波上涨行情。建议根据资产负债端要求，可配置基本面较好，市场认可度高的标的，注重持仓资产类别的分散度，加强对底层资产成色和估值合理性的考量。注重投资REITs的风险管理，这尤为重要。

**图表56 此轮特殊再融资债券28个省市披露发行规模达12553亿元，贵州、云南等破千亿元**



资料来源：Wind 中证鹏元

**图表57 2023年2月以来PSL贷款余额逐步减少，工具仍未启用，或可作为地产三大工程投放工具**



资料来源：Wind 中证鹏元



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

# 2008年金融危机后国际评级机构商业模式研究

© 研究发展部 李萱

## 一、2008年金融危机后关于评级机构商业模式的讨论

早在信用评级行业诞生之初，评级机构通过向评级信息的订阅者收费来获取报酬，订阅人付费模式在行业发展初期一直是评级机构的主要运营模式，直到20世纪60年代末、70年代初，发行人付费模式出现，评级机构尝试向受评证券的发行人收取费用，以缓解订阅人付费下较为严重的搭便车现象。在发行人付费模式下，评级机构的收入更有保障，行业的发展逐渐步入快速期，评级市场也逐渐完成了从订阅人付费为主向发行人付费为主的模式转变。正当评级行业蓬勃发展之时，2008年金融危机对评级行业的发展带来了较大的冲击，金融危机过后的一段时间内，关于评级机构的商业模式及其相关的利益冲突问题受到市场的普遍关注，重塑评级机构商业模式的呼声也很高。

那么，发行人付费模式到底给信用评级带来了哪些影响？学者们试图从历史数据的研究中获取答案，从研究结论来看，发行人付费模式对信用评级的影响是综合性的，既有需要防范的利益冲突问题，又带来了订阅人或投资人付费模式下无法提供的积极市场价值。其中，John Jiang等2012年在Journal of Financial Economics上发表的一篇文章，通过历史数据分析来检验标普1974年从投资人付费转向发行人付费后是否授予更高的债券评级。文章以穆迪对同一债券的评级作为对比基准，研究发现：当标普向投资人收费而穆迪向发行人收费时，标普的评级低于穆迪的

评级；一旦标普采取发行人付费模式，其评级提升，与穆迪的评级无差异。该文章认为，发行人付费模式带来了更高的信用评级。而Samuel Bonsall IV于2014年在Journal of Accounting and Economics发表的文章分析了1970年代初期穆迪和标普采取发行人付费模式后对公司债券评级品质的影响，文章认为发行人付费模式给市场带来了一些正面的影响。比如，发行人付费模式通过明确的合同安排将评级机构与发行人之间建立起经济联系，这有助于改善非公开信息的流动。又比如，在采取发行人付费模式之后，评级机构在预测违约方面变得比之前（投资人付费模式）更准确、更及时。

## 二、欧美评级市场商业模式的现实演化

事实表明，2008年金融危机后，在美国评级市场上，发行人付费模式的主流地位并未改变，甚至还出现了早期依赖订阅人付费模式的评级机构逐渐发展发行人付费业务的现象。例如，曾经依赖订阅人付费模式的KBRA和Morningstar两家机构从2010年开始越来越多地通过发行人付费模式提供评级服务，截止2022年，美国注册的10家NRSROs中，已没有完全采用订阅人付费的NRSRO，有8家NRSROs同时采取发行人付费和订阅人付费模式，另外两家NRSROs仅采用发行人付费模式。在欧盟评级市场上，2021年ESMA的报告显示，大部分在欧盟运营的评级机构采用发行人付费模式，那些采取发行人付费模式的评级机构，在获得市场广泛认可之后，可同时采取订阅人付费模式来进一步增加收入。

### 1. 美国评级市场商业模式的情况

美国SEC于2007年9月24日首批注册的7家NRSROs都是以发行人付费模式为主的评级机构。为了给市场提供更多的选择，丰富评级市场的商业模式，在2007年12月至2008年6月之间，美国SEC又引入了3家新的NRSROs，分别为EJR、KBRA和Morningstar，注册时这3家评级机构的共同特征是主要依赖订阅人付费模式。下表根据美国SEC公

开的NRSROs年度报告总结了2008年以来美国注册NRSROs的商业模式总体情况。2008年至2012年，美国SEC工作人员在报告中具体披露了采取不同商业模式的评级家机构家数，但从2013年开始变成更加模糊的表述，仅提及大部分NRSROs是依赖发行人付费模式。为了了解当前（截止2022年）美国NRSROs的商业模式，笔者查阅了各家评级机构的年度认证表格及其附表，从中挖掘出评级机构商业模式的信息。

表1 2008年至2021年美国注册NRSROs的商业模式

时间	主要依赖发行人付费的NRSROs	主要依赖订阅人付费的NRSROs
2008年	7家	3家
2009年	7家	3家
2010年	7家	3家
2011年	6家	3家
2012年	7家	3家
2013年	大部分（含大型NRSROs）	小部分
2014年	大部分（含大型NRSROs）	小部分
2015年	大部分（含大型NRSROs）	小部分
2016年	大部分（含大型NRSROs）	小部分
2017年	大部分（含大型NRSROs）	小部分
2018年	大部分	小部分
2019年	大部分	小部分
2020年	大部分	小部分
2021年	大部分	小部分

资料来源：根据Annual Report on NRSROs整理。

表2 截至2022年美国注册NRSROs的商业模式

评级机构	发行人付费	订阅人付费
AMB	✓	✓
DBRS	✓	✓
Demotech	✓	-
EJR	✓	✓
Fitch	✓	✓
HR	✓	-

评级机构	发行人付费	订阅人付费
JCR	✓	✓
KBRA	✓	✓
MIS	✓	✓
S&P	✓	✓

资料来源：根据FROM NRSRO整理。

### (1) 发行人付费模式在2008年后仍是美国评级行业主流模式

根据美国SEC公开披露的信息来看，2008年金融危机后，发行人付费模式的主流地位并未改变，在注册NRSROs中，主要依赖发行人付费模式的评级机构始终占据大多数。2008年至2012年，主要依赖订阅人付费模式的NRSROs仅有3家，分别是EJR、KBRA和Morningstar。但是在2008年至2011年各年末的存量评级中，有99%是在发行人付费模式下提供的信用评级，可见订阅人付费模式下的信用评级数量是极少的。2013年后，美国SEC未披露不同商业模式下的评级机构数量，但可以合理推测，发行人付费模式依然是美国评级行业主流的商业模式。

### (2) 部分依赖订阅人付费的NRSROs开始发行人付费业务

KBRA和Morningstar两家机构在初始注册时主要依赖订阅人付费，根据SEC披露的信息，从2010年起，KBRA和Morningstar两家机构的商业模式开始发生变化，它们逐渐通过发行人付费模式来提供评级服务，这很可能是出于市场生存的考虑。

### (3) 美国目前已无完全采用订阅人付费模式的NRSRO

从2008年后美国评级机构的商业模式选择来看，仅采用订阅人付费模式的评级机构从财务角度来讲似乎不太可行。2012年，美国注册NRSROs中，只有EJR一家仍完全依

赖订阅人付费。截止2022年，未发现仅采用订阅人付费模式的NRSRO。

### (4) 同时采取多种商业模式是现阶段大部分NRSROs的选择

截止2022年，美国10家注册NRSROs中，有8家NRSROs同时采取发行人付费和订阅人付费模式，有两家小型NRSROs仅采用发行人付费模式，其中一家是2022年7月才获批注册的Demotech，另一家是总部位于墨西哥的HR。

## 2. 欧盟评级市场商业模式的情况

根据ESMA掌握的信息，发行人付费模式是欧盟信用评级机构采用的常见商业模式，大部分注册评级机构采取发行人付费模式。在2008年金融危机之后的六年时间内，即2009年至2014年，ESMA并没有发现评级机构的商业模式发生巨大变化。据ESMA统计，截止2015年9月30日，同时采用发行人付费和投资人或订阅人付费模式的有12家，仅采用发行人付费模式的有10家，仅采用投资人或订阅人付费模式的有1家，为EIU。这可能表明，在欧盟，仅采用发行人或者订阅人付费模式从财务的角度来看或许存在困难。另据ESMA在2021年9月30日发布的一份报告显示，大部分在欧盟运营的评级机构采用发行人付费模式，一旦评级机构的信用评级取得了广大发行人和投资人群体的认可之后，评级机构不仅可以通过发行人付费模式来运营，还可以将信用评级分发给订阅人，从而获得订阅收入。

表3 截至2015年9月30日欧盟注册评级机构的商业模式

评级机构	发行人付费	投资人或订阅人付费
AMB	✓	
ARC	✓	
ASSEKURATA	✓	
Axesor	✓	✓
BCRA	✓	
Capital Intelligence	✓	✓
CERVED	✓	✓
Creditreform	✓	
CRIF	✓	✓
Dagong	✓	
DBRS	✓	
EIU		✓
Euler Hermes	✓	✓
European Rating Agency	✓	
EuroRating	✓	✓
Feri	✓	✓
Fitch	✓	✓
GBB	✓	
ICAP	✓	✓
Moody's	✓	
S&P	✓	✓
Scope	✓	✓
Spread Research	✓	✓

资料来源：ESMA。

### 三、欧美监管机构强化评级机构利益冲突管理

#### 1. 加强对利益冲突防范的规范

2010年，美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》签署生效，1934年《证券交易法》SEC.15E.做出修订，强化对评级机构利益冲突的管理和披露。修订后的SEC.15E.从组织制度与流程、回溯要求、离职报告、指定合规官、信用评级方法与审核信息的透明度、公司治理等方面对利益冲突管理做出规定。另外，Rule 17g-5具体明确了利益冲突的情形以及被禁止的利益冲突，同时规定了

NRSROs内个体存在与信用评级授予、维持相关的利益冲突的前提条件，包括：在From NRSRO的Exhibit 6中披露利益冲突的类型；建立、维护并执行书面制度和流程来解决并管理利益冲突等要求。

欧盟2009年颁布的CRA Regulation 在第6条中提出了强化利益冲突管理的基本要求：信用评级机构应当采取一些必要措施来保障信用评级的授予不受到任何现有或潜在的利益冲突或商业联系的影响。法规第7条中还提出了参与评级授予的评级分析师、员工和其他个体的利益冲突防范

要求。此外，CRA Regulation的附件I专门就“独立性和避免利益冲突”做出规定，包括五个部分，分别为：组织要求、运营要求、有关评级分析师和直接参与信用评级活动的其他个体的规则、有关信用评级呈现的规则以及披露要求等，为评级机构全面而系统地管理利益冲突提供了详细的操作指南。

## 2. 加强对利益冲突问题的监管

美国证券交易委员会（简称美国SEC）作为美国评级市场的主要监管机构，持续监控评级机构利益冲突相关制度的重大变化，并审查评级机构的利益冲突防范制度和流程是否经过合理设计以及是否得到有效执行。在面向NRSROs的年度检查中，利益冲突管理状况是美国SEC工作人员重点检查的领域之一。自2011年以来，美国SEC每年都在检查中发现有NRSROs存在利益冲突管理不当的问题，并提出改进建议，帮助评级机构持续完善利益冲突防范体系，并督促评级机构加强有关制度和流程的落实。如果NRSROs违反了法律规定且相关行为影响了信用评级，那么美国SEC可能会暂停或撤销其注册。另外，从近五年的处罚情况来看，美国SEC针对利益冲突问题采取的措施主要包括：要求受罚机构停止违法违规行为、谴责受罚机构、罚款、要求受罚机构做出整改承诺并实施整改等。

欧洲证券和市场管理局（简称ESMA）对欧盟注册评级机构利益冲突管理问题也实施了积极的监管。除了要求评级机构提供必要的信息之外，还可能通过检查有关记录或材料、面谈等多种方式了解评级机构的利益冲突管理状况及其合规情况。在必要时，ESMA可能会在评级机构的经营场所展开现场检查，为保证检查效果，ESMA有些情况下不会通知被调查的评级机构。如果发现违法违规的重要线索，ESMA将委任独立调查官展开进一步调查。如果认为存在违法违规行为，ESMA将做出必要处理。从近五年的处罚

情况来看，罚款是ESMA因利益冲突管理问题处罚评级机构的常见方式之一。

## 四、为何发行人付费模式仍为评级行业主流的商业模式

从近几年的情况来看，关于评级机构商业模式的讨论已有所淡化，发行人付费依然是评级行业的主流商业模式。从市场的角度来讲，似乎已经接受了当前发行人付费模式作为市场主流的现实。为什么在经历了2008年的洗礼之后发行人付费依然存在并保持主流地位？本报告认为，是因为订阅人或投资人付费模式以及其他各种被提出的替代方案均有利弊，未能找到绝对占优的商业模式可以完全取代发行人付费模式，同时，发行人付费模式具备积极的市场价值，所以依然被广泛使用，延续至今。从监管的角度来讲，强化在利益冲突防范方面的要求，并不仅仅是针对发行人付费模式的，其他商业模式下同样存在利益冲突，同样需要强调评级独立性。正如美国SEC所认为的那样，每一种商业模式都存在利益冲突。发行人付费模式存在的利益冲突是，为了留住客户，评级机构确定的信用评级可能对客户更有利。在订阅人付费模式下，订阅者支付订阅费以获取评级信息，该模式也牵涉到利益冲突。比如，评级机构可能得知某个具有市场影响力的订阅者持有证券头寸，评级机构可能通过上调或下调评级带来证券价值的波动，使该订阅者持有的头寸获利。又比如，准备投资新发行债券的订阅者可能因债券的低评级而获得更高的收益。



李莹

北京理工大学管理学硕士，美国亚利桑那大学会计学硕士，现任中证鹏元研究发展部资深高级董事，主要从事评级理论与方法、信用风险管理、地方投融资等研究工作。

# POLICY ANALYSIS

CSCI PENGYUAN

政策分析

# 交易所债券市场创新品种发行要求变化解析

© 研究发展部 高慧珂

## 一、交易所债券市场创新品种总览

交易所债券市场专项品种从创新方式上看，可以分为3类：期限创新、机制创新、募集资金用途创新。短期公司债和永续期公司债属于期限创新；可交换公司债和低碳转型挂钩公司债属于机制创新；其余品种均属于募集资金用途创新。

从发行规则看，短期公司债、可交换公司债、科技创新公司债、乡村振兴公司债、纾困公司债对发行人有额外要求，中小微企业支持债券对委贷银行和委贷对象有具体要求。针对募集资金用途创新类的债券品种，对募集资金用于特定领域的比例有要求，其中，绿色债券要求募集资金100%用于绿色领域，其余品种（主体类科创债除外）该比例要求均为70%。

表1 公司债券市场专项品种体系

创新方式	债券品种	发行人要求	募集资金用途用于特定领域的比例	
期限创新	短期公司债券	✓	-	
	永续期公司债券	-	-	
机制创新	可交换公司债券	✓	-	
	低碳转型挂钩公司债券	-	-	
募集资金用途创新	绿色债券	-	100%	
	普通低碳转型公司债券	-	70%	
	科技创新公司债券	主体类	✓	-
		用途类（科创升级类、科创投资类和科创孵化类）	✓	70%，且其中用于产业园区或孵化基础设施相关用途比例不得超过30%。
	乡村振兴公司债券	-	70%	
	一带一路公司债券	-	70%	
	纾困公司债券	✓	70%	
	中小微企业支持债券	对委贷银行和委贷对象有具体要求	70%	

资料来源：中证鹏元整理

企业债过渡期结束后，原企业债券市场主要创新品种中，小微企业增信集合债券单独保留，纳入中小微企业支持债券。绿色企业债、永续期企业债与公司债相关品种合并，发行要求从严，例如原绿色企业债募集资金可以将不超过50%的部分用于补充营运资金，合并后，需全部用于

绿色领域。县城新型城镇化建设专项企业债券、发改委专项债属于乡村振兴的部分与乡村振兴公司债合并，其余部分按一般债券发行。值得注意的是，原企业债券市场部分专项债券品种募集资金用于补充营运资金的比例可以为不超过40%，合并后，按照要求，该比例需要改为30%。

表2 企业债券市场主要创新品种发行情况

创新品种	2022年		2023年1-9月	
	发行数量 (只)	发行规模 (亿元)	发行数量 (只)	发行规模 (亿元)
县城新型城镇化建设专项企业债券	52	335.90	22	144.30
发改委专项债	48	315.70	23	134.90
绿色企业债券	27	223.40	9	63.15
小微企业增信集合债券	28	181.70	17	91.10
永续期企业债券	5	70.00	1	20.00

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 二、几个重要的变化点

### (一) 新要求下，删除了创新品种发行人信用等级硬性要求，放宽发行条件，交由市场选择。

原要求下，非公开发行短期公司债券、永续期公司债券、科技创新公司债券（科创投资类和科创孵化类）、纾困公司债券均要求发行人主体评级和/或债项评级达到AA+

或以上。新要求下，不再对这几类发行人主体信用等级做硬性要求，除了永续期公司债券直接删除该项内容外，其余品种均改为“发行人信用状况良好”。此外，除了北、沪交易所明确“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构发行政府债券的，应当提交符合《证券法》规定的境内资信评级机构出具的信用评级报告外，其余创新品种的发行均无评级要求。

表3 专项品种公司债券发行人信用等级要求变化

债券品种	原要求	新要求
短期公司债券 (非公开发行)	主体信用评级或债项评级达到AA+或以上	属于行业龙头企业，信用状况良好，且存续公司信用类债券市场认可度较高
永续期公司债券	发行人主体信用评级和债项评级应当达到AA+或以上	-
科技创新公司债券	科创投资类发行人主体或债项评级为AA+及以上	信用状况良好
	科创孵化类发行人主体评级为AA+及以上	信用状况良好
纾困公司债券	主体信用评级达到AA+或以上	信用状况良好

资料来源: 中证鹏元整理

## （二）科技创新公司债券发行要求变化

2022年5月，交易所发布科技创新公司债券发行要求，此后，科技创新公司债发行放量。截至2023年9月末，国内共发行科创债券8,255.43亿元，其中，交易所市场共发行科创债券3,851.07亿元（包括公司债、可交换债、资产支持证券，以公司债为主），占比47%。有关科创债的市场情况，可以参照此前的报告《科创债券的现在和未来》。

本次《指引》对科技创新公司债券的发行要求，相比此前的要求，除了前文所述删除了发行人信用等级的要求外，还有以下两个主要变化：

**1. 更新了“适用优化审核措施”的相关内容。**例如，“适用优化审核措施”的发行人需满足的条件由“最近一年末总资产大于1000亿元、最近一年总资产报酬率高于3%”改为“资产负债率不高于同行业平均水平，且具有行业领先地位的发行人”；该类科技创新公司债券的审核时限原则上不超过15个工作日；延长提前申报期限至前次科技创新公司债券的注册批复或者挂牌转让无异议函有效期届满前3个月等。

**2. 丰富了科技创新公司债券的创新发行方式。**创新方式包括但不限于设计预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为被投资标的股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等条款，与银行间市场的混合科创票据类似。还指出，科创企业类发行人可以参照相关规定，设置附可转换成公司股份的发行条款，非公开发行可转换科技创新公司债券。截至2023年9月末，银行间市场混合科创票据已经发行8只，发行规模总计24亿元，未来，交易科创债市场新品种的发行值得期待。

## （三）中小微企业支持债券发行要求变化

中小微企业支持债券包括两部分，一部分是之前纳入纾困公司债券的“通过支付预付款或者清偿应付款项等形式支持产业链上下游或与自身经营业务相关的中小微企业发展”，另一部分就是此前企业债券市场创新品种——小微企业增信集合债券。

小微企业增信集合债于2013年开始发行，2015年12月，发改委发布《小微企业增信集合债券发行管理规定》（发改办财金[2015]3127号），明确发行要求。2017年-2019年，发行量较少。2020年，外部环境影响下，发改委发布文件鼓励小微企业增信集合债券发行，降低了委托贷款集中度标准，将委托贷款集中度的要求放宽为“对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过5000万元且不得超过小微债募集资金总规模的10%”，还允许债券发行人使用不超过40%的债券资金用于补充营运资金，在政策推动下，小微企业增信集合债发行回暖。2022年发行179.70亿元，仅次于2016年的发行规模，2023年1-9月，共发行17只，发行规模合计91.10亿元。

图1 小微企业增信集合债发行概况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次《指引》下，小微企业增信集合债对贷款集中度的要求仍然保持“发行人对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过5000万元且不得超过债券募集资金规模的10%，同一控制人下的企业，合计获得委贷资金不得超过上述规定数额和比例。”发行要求的变化体现在：

**1. 募集资金用于支持中小微企业的资金规模应当不低于募集资金总额的70%，因此，补充营运资金的比例最多为30%，而非此前的40%。**

2. 委贷银行和委贷对象的要求上与原要求变化不大，委贷银行新增了政策性银行，委贷对象要求在委贷银行不存在债务违约或严重失信等负面情形。

**表4 小微企业增信集合债委贷银行和委贷对象的要求变化**

	原要求	新要求
委贷银行	1. 为信贷经验丰富、风险防控措施有效的上市银行； 2. 建立小微债委贷资金及银行自营贷款资金间“防火墙”，确保实现资金和业务“双隔离”； 3. 按自营信贷业务标准，审慎提出委贷对象名单建议； 4. 现阶段小微债对委贷银行提出的其他窗口指导要求。	1. 为信贷经验丰富、风险防控措施有效的上市银行或者政策性银行； 2. 建立中小企业支持债券委贷资金及银行自营贷款资金间“防火墙”，确保实现资金和业务“双隔离”； 3. 按自营信贷业务标准，审慎提出委贷对象名单建议。
委贷对象	1. 符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号）中的中型、小型、微型企业划型标准规定； 2. 所在行业符合国家产业政策； 3. 与小微债发行人无隶属、代管或股权关系； 4. 在小微债募集资金委贷银行中无不良信用记录； 5. 现阶段商业银行对信用贷款对象提出的其他条件。	1. 符合《中小企业划型标准规定》的中型、小型、微型企业； 2. 所在行业为国家产业政策支持的业务领域； 3. 与发行人无隶属、代管或股权关系； 4. 在委贷银行中无不良信用记录，且不存在债务违约或严重失信等负面情形； 5. 符合现阶段银行对信用贷款对象的其他要求。

资料来源：中证鹏元整理

**3. 新增“发行人于申报阶段暂无具体拟支持企业的，应当明确募投企业的遴选标准，包括所在地区、行业要求及资信状况要求等，合理匡算募集资金实际需求。”因此，若暂无具体拟支持企业，仍可以发行小微企业增信集合债。**

增发行人可以使用募集资金置换债券发行前3个月内，公司用于绿色项目、碳中和项目以及蓝色债券相关项目的自有资金支出。

第三方评估认证方面的要求没有变化，仍然是：除了低碳转型挂钩公司债券存续期必须进行跟踪评估认证外，其他品种的发行和存续期均是鼓励进行第三方评估认证。

**（四）绿色债券和低碳转型债券发行要求变化**

绿色债券和低碳转型债券发行要求整体变化不大，主要调整为：1. 针对绿色建筑类项目，强调需要明确绿色建筑类型，提供建筑施工图预评价结果（如有），说明项目是否达到有效期内绿色建筑星级标准要求；2. 丰富碳中和项目范围，如，清洁能源类包括水能、风能、核能、太阳能、生物质能、地热、浅层地温能及海洋能等开发利用项目；清洁交通类新增新能源汽车充电设施建设项目；3. 新

**三、未来发展**

科技创新债券、绿色债券和低碳转型债券仍将持续规模化发行。科技创新债券市场，2023年以来，在政策的推动下，市场扩容速度明显加快，1-9月已经发行5,428.20亿元；绿色债券和低碳转型债券市场，2023年1-9月已经发行6,810.02亿元。在科技创新、绿色低碳国家战略的持续推进下，科技创新债券、绿色债券和低碳转型债券已经成为

债券市场最主要的创新品种，未来仍将持续规模化发行。

《指引》中也强调“在支持措施上，交易所及时处理服务科技创新、绿色低碳等国家重大发展战略和产业政策重点支持领域的专项品种公司债券的申报受理以及审核工作，提高工作效率。”另外，科技创新公司债券市场的创新品种发行值得期待。

小微企业增信集合债作为唯一一个此前企业债券市场特有的创新品种被保留下来，未来仍将继续保持发行。

另外，根据《指引》要求，针对专项品种的发行，主承销商、证券服务机构需要对专项品种公司债券的发行主

体、募集资金用途、信息披露和其他特殊发行事项等是否符合本指引的相关规定进行核查，并发表核查意见。对于募集资金用途创新类型的专项品种，在债券存续期，受托管理人还应对发行人在定期报告中披露的募集资金使用情况、项目进展情况及其产生的效益等内容进行核查。



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。

# 民营企业债券融资有望回暖，科创、低碳和房地产融资将是增长亮点

## ——民企“25条”点评

◎ 研究发展部 张琦

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

### 一、政策背景

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

2023年，支持民营企业发展壮大的政策密集。3月份，政府

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

**表1 2018年以来支持民营企业发展的主要金融政策和措施**

发布日期	政策文件/会议	主要内容
2018-10	中国人民银行“三支箭”组合政策	引导金融机构加大对民企的信贷支持；支持工具扩容，促进民企债券融资修复；按照市场化原则，提供阶段性的股权融资支持。
2018-10	上交所“深化债券市场功能，助力民营企业健康发展”	推出纾困专项债专门用于化解上市股票质押风险，深化债券品种创新，以市场化方式缓解民营企业流动性压力；推出信用增进工具，缓解民营企业融资难、融资贵问题。
2018-11	上交所、深交所信用保护合约试点	重点支持遭遇流动性困难的优质民营企业和双创企业债券融资。
2020-10	国家发改委《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	着力解决民企融资难题，具体要求包括加大对民营企业信贷支持力度、支持开展信用融资、拓展贷款抵押质押物范围、拓展民营经济直接融资渠道、创新信贷风险政府担保补偿机制、促进及时支付中小企业款项等。

发布日期	政策文件/会议	主要内容
2022-03	上交所“推动完善民企债券融资支持机制 增强服务民营经济发展质效”	证监会推出七大支持民营企业债券融资的措施，包括推出科技创新公司债券，优先重点支持相关领域的民营企业发债融资；优化融资服务机制，知名成熟发行人名单扩容，鼓励创设民营企业信用保护工具，推出组合型信用保护合约业务；回购融资机制适当放宽民企入库门槛；强化民营企业债券全流程信息披露。
2022-05	上交所“开展民营企业债券融资专项支持计划”	民营企业债券融资专项支持计划，由中国证券金融股份有限公司运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。
2022-05	银行间交易商协会设立中债民企债券融资支持工具	交易商协会组织中债信用增进公司主动设立了中债民企债券融资支持工具（CSIPB），通过创设风险缓释凭证、担保增信、交易型增信、信用联结票据、直接投资以及地方国企合作六种模式支持符合条件的民营企业发行债券。
2022-07	《中国证监会 国家发展改革委 全国工商联关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》	提出三大方面要求，一是加强服务引导，营造良好发展环境，包括加大债券融资服务力度，积极推动债券产品创新，引导资金流向优质民营企业，培育多元化投资者结构，畅通信息沟通渠道。二是，加强监管规范，维护有序市场生态，包括加强民营企业信用体系建设，开展联合奖惩工作，提升信息披露质量，全方位督促中介机构归位尽责，完善债券违约处置机制。三是，加强部门合作，共同促进市场稳定等。
2022-07	上交所组合型信用保护合约（CDX）试点	上交所推出CSI-SSE交易所民企CDX组合，参考实体为一篮子优质民营企业，主要为相关市场上规模大、流动性好的发债民企，行业分散度高，为市场提供了民企债券投资精准对冲工具。
2022-07	《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法（2022年修订版）》	降低质押式回购条件，“主体评级为AA级及以上且由合格创设机构联合中国证券金融股份有限公司合作创设的民营企业债券融资专项支持计划信用保护凭证提供信用保护”。
2022-11	银行间交易商协会“第二支箭”扩容增量	将民营房地产企业纳入支持范围，提供约2,500亿元融资支持。
2023-07	上交所：支持民营企业债券融资座谈会	上交所将着力推动扩大民企债券融资专项支持计划覆盖面、鼓励民企发行科创债、健全融资风险市场化分担机制等政策举措加快落地见效。
2023-07	国家发展改革委、市场监管总局、税务总局等8部门《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》	金融领域包括：（1）扩大基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）发行规模，推动符合条件的民间投资项目发行基础设施REITs；（2）将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业，尽快形成更多示范案例。
2023-08	人民银行：金融支持民营企业发展工作推进会	进一步加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳等重点领域民营企业的信贷投放，畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。债券方面，推动民营企业债券融资支持工具扩容增量，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者配置民营企业债券。
2023-08	银行间交易商协会《关于进一步加大债务融资工具支持力度促进民营经济健康发展的通知》	“第二支箭”扩容增量、拓宽民营企业“绿色通道”，加强民企的创新产品支持力度、加大市场宣传力度四大方面共12条具体措施。

资料来源：中证鹏元整理

## 二、《通知》主要内容

### 1. 畅通民企三大融资渠道，加大科技创新等领域支持

《通知》从民营企业融资需求特点出发，畅通三大融资渠道，具体包括加大信贷资源投入，合理提高民营企业

不良贷款容忍度，加大对科技创新、“专精特新”、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度，合理满足民营房地产企业金融需求；扩大民企债券融资规模，加强对民营企业信用支持，探索培育高收益债市场；股权方面，支持民营企业上市和再融资，强化区域性股权市场和投资基金对民营企业的支持作用。

表1 畅通民营企业融资渠道

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

资料来源：中证鹏元整理

## 2. 从外汇便利措施、金融机构积极性及融资配套政策支持支持民企发展

加大外汇便利化政策和服务供给，支持银行金融机构为优质民营企业提供贸易外汇收支便利化服务，完善跨境投融资便利化政策，优化跨境金融外汇特色服务。运用结构性货币政策工具、财政奖补和保险保障、拓宽银行业金融机构融资渠道等措施，提升金融机构服务民营经济的积极性。优化融资配套政策，从信用激励约束机制、风险分担和补偿机制，票据市场信用约束机制，应收账款确权以及税收政策支持等方面增强民营经济金融承载力。从宣传解读、各部门工作落实方面强化组织保障。

## 三、当前民营企业债券融资困境的主要症结有哪些？

长期以来，民营企业主要面临融资难、融资贵的困境。就债券市场方面而言，民营企业在“融资难”方面主要表现为发债门槛较高，市场制度相对不完善的制约，导

致信用支持不足、投资者风险对民企债避险情绪严重等；在“融资贵”方面主要表现为发行成本普遍高于同类国有企业，包括获得外部增信的成本高。除债券市场制度因素和市场结构因素外，重要的还有经济基本面、地产政策，以及民营企业自身的一些问题共同导致民企债券供需两弱。

### 1. 近年来民企债券供需两弱，发行规模逐年下滑

近10年来，我国民营企业信用债券<sup>1</sup>发行情况总体表现为快速上升、持续回落。2012-2016年，随信用债发行门槛降低，尤其是2015年交易所私募债推出、房地产企业融资需求旺盛，民营企业债券规模快速增长。2016年，民企债发行规模1.18万亿元，达到峰值。此后，民企债的发行逐渐缩量，至2023年，前11个月民企的发行规模仅3,110.10亿元，净融资从2018年之后常年维持负数，对全市场信用

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

债券发行规模的占比也从2016年的13.8%逐年下降至2023年2.6%。若不考虑民营企业可转债品种，民营企业普通信用债的收缩更为明显。

图1 民营企业信用债发行与净融资情况



注：2023年截至2023年11月。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

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

图2 新兴成长行业民企债券发行规模稳步上升

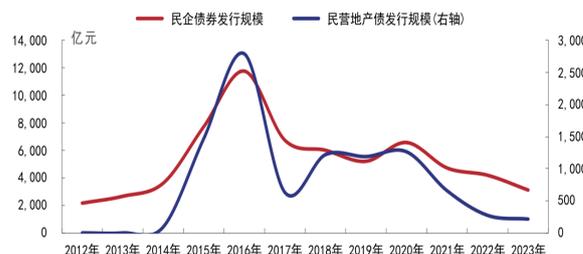


注：1. 新兴成长行业为部分规模较大的行业，具体包括汽车、机械设、电气设备、电子、通信、计算机；2. 2023年截至2023年11月。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

原发行规模最大的房地产企业融资受限，民营房企集中“暴雷”，进一步加剧民企债券整体规模下滑。2015年房地产行业融资开始扩张，直至2021年，房地产一直都是民营企业最主要的发债行业，行业发行规模占民企债券整体发行规模的规模约20%。2021年房地产“三道红线”政策全面推行，房地产企业融资开始全面受限。当年，民企债中房地产行业发行规模虽仍高于其他行业，但发行规模已经较2020年下降48%，2022年，多家民营房企债券集中违约，导致民营房企融资几乎失去公开市场融资能力，发行规模较2021年继续下降58%。2022年12月以来，在民营企业融资“第二支箭”支持下，部分优质民营房企融资有所好转，但支持规模有限，未能扭转民营房企融资低迷的局面。2023年1-11月，民营地产债规模218.90亿元，占比7.0%。

图3 民企债券与民营地产债趋势高度一致



注：2023年截至2023年11月。

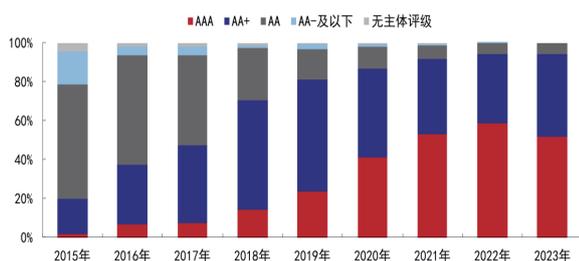
数据来源：Wind，中证鹏元整理

## 2. 普通信用债中，信用级别向高等级集中，中低评级发债困难

普通信用债券中（不含可转债、可交换债），民企债券中的中高等级主体占比逐年攀升。民营债券违约率相对较高，约10%，2018年民企大批违约，各类违约行为严重损害了投资者对低等级民企债的信心，恶化了民营企业

在债券市场的信用环境，市场自此对民企债券避险情况加重，开始采取“白名单制”甚至对民企债“一大切”，加大了民营企业的融资难度，大量低级别主体未能进入债券市场。从级别分别看，2019年之后AA级及以下的民企主体发债数量快速下降，2022-2023年，新发行民企普通债券中，AA级及以下的民企发展占比仅为5.9%。

图4 民企债券主体评级分布



注：2023年截至2023年11月，按债券数量统计。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

### 3. 民企主体信用较弱，信用支持或管理工具不足

民营企业以中小型企业为主，信用资质普遍较弱，债券市场也仍存在“AA级”隐形发行门槛，在缺少信用支持的情况下，大量的中低等级民营企业很难发债。担保机构方面，市场化的担保机构也会规避民企信用风险或者收费较高，从发债情况看，近年担保机构对中小民营企业提供的支持较为有限。信用衍生工具方面，近年来，我国信用衍生工具品种不断丰富，陆续推出CRMA、CRMW、CDS、CDS指数、CLN、CDX等产品试点，政策支持下创设积极性有所提高，但所支持的民企债券融资规模有限。同时，我国民企信用工具创设表现出明显的政策推动特征，也存在创设机构风险规避的现象，如CRMW挂钩的民企主体级别集中在AA+级及以上，对于更需要支持的较低资质民企覆盖甚微。

### 4. 债券市场制度制约

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

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

### 5. 民营企业自身缺陷是其融资困境的重要原因

民营企业在各类违约市场中暴露出公司治理及内控制度问题加剧恶化了其融资环境。比如，内部治理结构不规范

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

## 四、政策展望

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

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

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

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

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

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



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。

# PPP迎来新机制，城市更新属重点领域，如何开展？

◎ 研究发展部 高慧珂

## 一、重新认识PPP

我国PPP自2013年底开始进入全面推广阶段，根据各部委相关文件，PPP是公共部门和社会部门为提供公共产

品和服务而形成的各种合作伙伴关系，参与方之间的职责和权利是通过合同文本等形式明确约定的，风险共担、利益共享。

表1 全面推广阶段PPP相关定义

政策文件	对PPP模式的定义
2014年9月《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金[2014]76号）	政府和社会资本合作模式是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报，政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。
2014年12月《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》（发改投资[2014]2724号）	政府和社会资本合作模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率，通过特许经营、购买服务、股权合作等方式，与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。
2015年5月《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》国办发[2015]42号	政府和社会资本合作模式是公共服务供给机制的重大创新，即政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力和社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，明确责权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，保证社会资本获得合理收益。

注：115号文发布后，以上文件不再执行；资料来源：中证鹏元整理

全面推广阶段，在PPP与特许经营、使用者付费、BOT的关系上，通常，PPP包括特许经营和PFI（基于政府付费的私人融资计划）两种类型。按照回报机制，我国的PPP项目分为政府付费、使用者付费、可行性缺口补助三种。而BOT及其衍生形式（BOO、MC（管理合同）、O&M（委托运营）、ROT、TOT等）则属于上述PPP的具体实施方式，也就是说，特许经营类和PFI类型的PPP在具体实施时均可以采用BOT及其衍生形式。

115号文发布后，我国PPP进入全新发展阶段，在新机制下，聚焦使用者付费、全部采用特许经营模式、限定有经营性收益的项目。与全面推广阶段的PPP相比，PFI类型的PPP被禁止；回报机制上，政府付费和可行性缺口补助被禁止；具体实施方式上，由于新机制下采用特许经营模式，所以运营期结束需要将项目所有权移交给政府方，实施方式包括BOT、TOT、ROT、BOOT、DBFOT。

## 二、PPP在我国的发展历程

### 1. 探索阶段（20世纪80年代-2002年）

我国推进PPP的初衷，主要是借鉴国外经验，在基础设施和公用事业领域引入民间资本和外商投资，提升运营效率和管理水平。1984年实施的深圳沙角B电厂BOT项目是我国第一个BOT项目，探索初期，PPP的社会参与方为外商资本。

90年代，我国开始推进PPP试点。1993年，国家计委开始就投融资体制改革问题进行探索，1994年，国家计委选择了五个BOT试点项目—广西来宾B电厂项目（国家批准的第一个PPP试点项目）、成都第六水厂项目、广东电白高速公路项目、武汉军山长江大桥项目和长沙望城电厂项目。此阶段，民营资本开始作为社会方参与到PPP项目中，但是因权责契约、利益分配缺乏明确界定，一些项目以失败告终，如福建泉州刺桐大桥PPP项目、武汉汤逊湖污水处理厂项目。

### 2. 曲折发展阶段（2003-2013年）

2002年底，建设部（2008年撤销建设部，组建“住房和城乡建设部”）出台了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，2004年又出台了《市政公用事业特许经营管理办法》，成为这一时期开展PPP项目的基本法律依据。2005年国务院颁布《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》，又一次明确“允许非公有资本进入公用事业和基础设施领域”。在政策的推动下，2003年全国各主要城市掀起了PPP发展高潮。这一阶段，PPP模式应用最多的是污水处理项目，同时还有自来水、地铁、开发区、燃气、路桥等项目。

这一阶段，PPP项目运作中的市场化特征非常明显：外企、民企、国企同台竞争，多以联合体形式参与PPP项目。这一时期，多数项目是成功的，例如2003年发起的北京地铁四号线项目。但由于PPP项目数量增加很快，风险分担机制尚不成熟，也出现了一些失败案例，例如2006年的北京国家体育场项目，2003年杭州湾大桥项目。

2008年金融危机引起全球经济增速下滑，“四万亿”经济刺激计划推出，这个阶段的公共基础设施建设主要通过地方政府投融资平台，PPP项目大幅减少。

### 3. 全面推广阶段（2013年底-2017年）

随着地方政府债务问题逐步暴露，面对基础设施建设的资金需求，传统的依靠政府单方面的投融资模式，已不具有持续性。在这种情况下，PPP模式作为政府投融资模式的改革创新，开始被全面推广发展。十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”。2014年以来，国务院、发改委、财政部纷纷出台了推广PPP模式的通知、操作指南和合同管理规范、金融支持等。发改委还出台了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》。各地财政也成立了相关部门对接，多个省份出台新规力推PPP模式，开启PPP示范项目工作。

进入全面推广阶段后，我国的PPP工作，由财政部和发改委两个部门主管，分别负责公共服务和基础设施领域的PPP项目，双方各自建立了财政部PPP项目库和发改委PPP推介项目库。此阶段，我国PPP项目快速发展，根据财政部PPP项目库信息，入库PPP项目总数从2016年1月份的6,997个增长至2017年底的1.44万个，总投资从8.11万亿元增长至18.20万亿元。

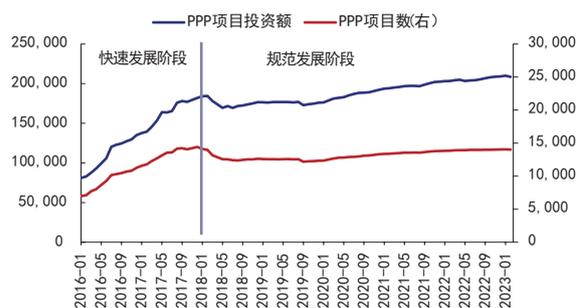
#### 4. 规范发展阶段（2017 年底 -2022 年）

伴随着PPP的快速发展，一些地方泛化滥用PPP、甚至借PPP变相融资等不规范操作的问题日益凸显，加大了地方政府隐性债务风险。2017年底，PPP进入规范发展阶段，财政部先后印发了《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金[2018]54号）、《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号）、《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》（财金[2022]119号）等政策，发改委也印发了《关于依法依规加强PPP项目投资和建设管理的通知》（发改投资规[2019]1098号）。其中，《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》（财金[2022]119号）从做好项目前期论证、推动项目规范运作、严防隐性债务风险、保障项目阳光运行四个方面对PPP项目进行了要求。随着PPP项目问题和地方债务问题愈发严重，2023年2月，PPP按下暂停键，财政部PPP项目库暂停更新。根据《国务院关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，PPP项目存在的问题有：入库环节审核不严，存在虚假包装问题；履约环节不诚信，导致项目停工停建或进度缓慢；建设运营环节不当推责揽责。

进入规范发展阶段后，2018年-2019年，在PPP项目库清理整顿下，PPP项目数和总投资小幅下降，2020年后，小幅增长。截至2023年2月，PPP项目总数为1.40万个，总投资20.9万亿元。从PPP项目回报机制看，在PPP全面

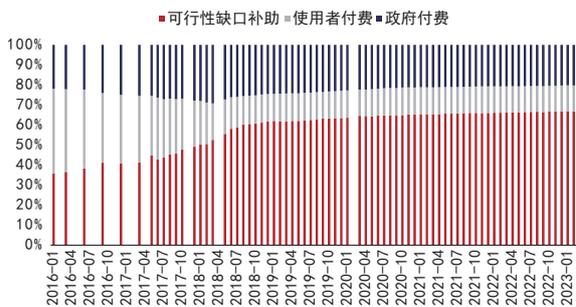
快速发展的初期，使用者付费占比较多，2016年中之前，使用者付费项目投资额占比40%以上，占比最大，2016年底之前，占比也有1/3以上，但是2017年以来，使用者付费项目投资额占比持续下降，可行性缺口补助类项目投资额不断上升，截至2023年2月，可行性缺口补助、使用者付费、政府付费项目投资额占比分别为66.73%、12.95%、20.32%。正是因为使用者付费项目占比越来越小，才导致PPP项目政府支出责任大，增加政府债务压力。

图1 全面推广后PPP项目发展情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

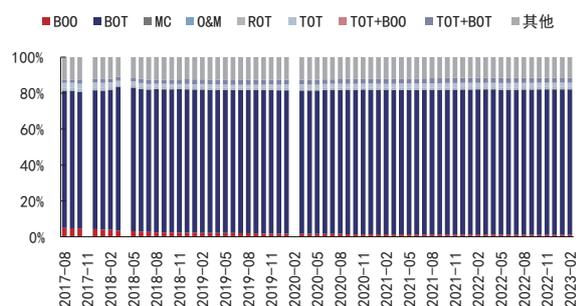
图2 PPP项目回报机制分类



注：按投资额统计；资料来源：Wind，中证鹏元整理

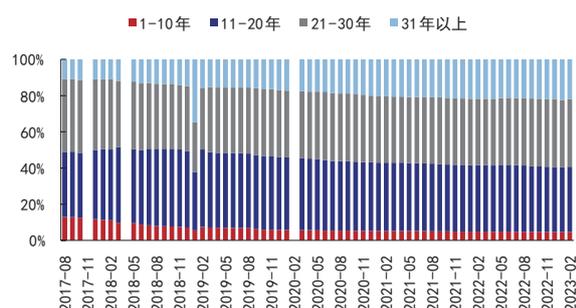
PPP项目经营方式以BOT为主，截至2023年2月，BOT项目投资额占比为81%。PPP项目合作期限以10-30年为主，两者合计投资额占比73%。

图3 PPP项目经营方式以BOT为主



注：按投资额统计；资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 PPP项目合作期限以10-30年为主



注：按投资额统计；资料来源：Wind，中证鹏元整理

表2 PPP新机制重点内容

	具体内容
主管机构	发改委
红线	不得新增地方政府隐性债务
回报机制	聚焦使用者付费项目。项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任。政府可给予的支持包括：在项目建设期对使用者付费项目给予政府投资支持；按规定补贴运营、不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本。
实施方式	全部采取特许经营模式实施，根据项目实际情况，合理采用建设—运营—移交（BOT）、转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）、建设—拥有—运营—移交（BOOT）、设计—建设—融资—运营—移交（DBFOT）等具体实施方式。
参与主体	优先选择民营企业参与。最大程度鼓励民营企业参与新建（含改扩建）项目，制定《支持民营企业参与的特许经营新建（含改扩建）项目清单（2023年版）》并动态调整。市场化程度较高、公共属性较弱的项目，应由民营企业独资或控股；关系国计民生、公共属性较强的项目，民营企业股权占比原则上不低于35%；少数涉及国家安全、公共属性强且具有自然垄断属性的项目，应积极创造条件、支持民营企业参与。符合条件的国有企业通过特许经营模式规范参与盘活存量资产不属于清单规范范围。对清单所列领域以外的政府和社会资本合作项目，可积极鼓励民营企业参与。
特许经营期限	特许经营期限原则上不超过40年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长。相比《基础设施和公用事业特许经营管理办法》中“最长不超过30年”有所延长。
重点领域	应限于有经营性收益的项目，主要包括公路、铁路、民航基础设施和交通枢纽等交通项目，物流枢纽、物流园区项目，城镇供水、供气、供热、停车场等市政项目，城镇污水垃圾收集处理及资源化利用等生态保护和环境治理项目，具有发电功能的水利项目，体育、旅游公共服务等社会项目，智慧城市、智慧交通、智慧农业等新型基础设施项目，城市更新、综合交通枢纽改造等盘活存量和改扩建有机结合的项目。

从社会参与方角度看，以国有企业为主，民企由于在规模、融资、话语权等方面处于劣势，PPP项目参与度越来越低。根据明树数据，2015年以来，民企在PPP成交市场中的数量与规模份额逐年下降，2022年，民企PPP成交项目数量占比18.33%，项目规模占比3.53%。

## 5. PPP 开启新机制（2023 年底—）

基于以往PPP项目政府支出责任大、民企参与度低等特征，在地方化债背景下，2023年11月8日，国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（国办函[2023]115号），自PPP全面推广发展10年后，我国PPP进入全新发展阶段。

## 三、PPP新机制特点

新机制下，PPP项目具有以下几个特点：聚焦使用者付费项目，降低对财政支出的依赖；全部采取特许经营模式；优先选择民营企业参与；特许经营期限延长；限定有经营性收益的项目等，具体见表2。

新机制下，PPP项目应严防新增地方政府隐性债务，政府可给予PPP项目的支持包括：第一，在项目建设期对使用者付费项目给予政府投资支持，即采用资本金注入方式给予支持，应按照《政府投资条例》有关规定履行审批手续；第二，按规定补贴运营、不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本。

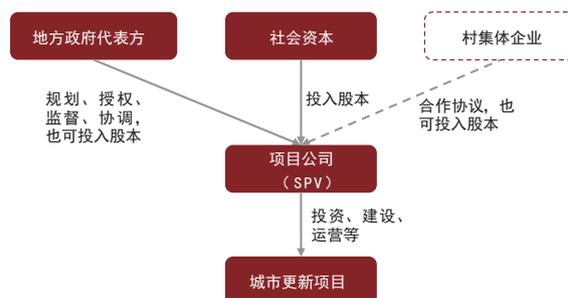
由于新机制下对PPP项目收入有要求且优先选择民营企业参与，项目合作期限长，不确定性高，再加上民企自身在规模、融资、企业管理等方面的劣势，可以预见未来PPP市场总体量将面临大瘦身。对于民营企业而言，鉴于民营企业参与PPP项目的失败案例，未来，在开展经营性项目PPP时要尤其注意合理确定并明确权利和义务、收费机制、风险和收益分担机制等，还应充分考虑未来市场变化、项目唯一性等问题，减少未来项目收益实现的不确定性。

#### 四、城市更新PPP项目如何开展？

根据115号文，城市更新位列PPP新机制下的重点领域。现阶段的城市更新是对“三老一村”进行有机更新，在开展模式上，坚持“留改拆”并举，以保留利用提升为主。城市更新中的城中村改造是当前热点，今年4月份，中央政治局会议首次提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，此后一些文件、会议相继推动城中村改造工作，10月份的中央金融工作会议再次提到：要加快保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”建设。今后，包括城中村改造在内的城市更新将提速开展。

PPP模式是城市更新项目投资模式的一种（其他模式还有政府主导模式和市场主导模式），通常的操作模式为：由社会资本单独或与政府代表方共同成立项目公司，政府授权项目公司进行城市更新项目的投资、建设和运营，特许经营期满，项目公司将项目无偿移交给政府方，在城中村改造项目中，还会涉及到村集体企业的加入。政府与市场合作进行城市更新的优势在于通过风险收益分摊机制，减轻政府财政压力，且通过市场化运作，引入社会资本能够提高城市更新效率及经营价值。

图5 城市更新政府与市场合作模式概览



资料来源：中证鹏元整理

未来，在城市更新PPP项目的社会参与方上，根据115号文中的《支持民营企业参与的特许经营新建（含改扩建）项目清单（2023年版）》，城市更新并未在清单范围内，因此，对于城市更新项目，积极鼓励民营企业参与，国企同样也可以参与。

在开展模式上，根据PPP新机制要求，未来政府与市场合作开展城市更新项目时，应采取特许经营模式，由使用者付费，政府可以在项目建设期对项目给予政府投资支持，也可以按规定补贴运营，但是不能补贴建设成本，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等

任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本，增加财政支出压力。此前一些城市更新项目虽然也是以政府与市场合作模式开展，但是因为涉及到财政可行性缺口补助，所以不符合PPP新机制要求。例如重庆市九龙坡区老旧小区改造项目，该项目通过公开招标选择社会资本（北京愿景华城复兴建设公司、核工业金华建设集团、九源国际建筑公司），由渝隆集团（政府代表方）与中选的社会资本共同出资组建 SPV 项目公司，采用ROT运作方式，项目合作期限为 11 年，回报机制为可行性缺口补助。

符合PPP新机制要求的典型案例是广州永庆坊城市更新项目，该项目采用特许经营BOT模式，可以为今后城市更新项目PPP模式提供经验借鉴。永庆坊位于广州的历史文化保护街区恩宁路，于2006年启动改造，最初拟以拆除重建为主要形式进行改造，因拆迁工作受阻，推进缓慢。

2015年底，《广州市城市更新办法》出台，永庆坊项目作为试点推进“微改造”。项目采取BOT合作模式，于2015年12月进行一期项目公开招投标，引入市场主体万科集团。根据BOT协议，项目由企业投资、建设和运营，享有15年的运营期，运营期内企业自负盈亏并在运营期满后无偿交回政府。永庆坊一期改造项目已于2016年10月开业运营。2018年8月万科中标永庆坊二期项目，2019年，永庆坊二期改造示范区开放。



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。

# Bond Market Analysis

CSCI PENGYUAN

债市分析

# 2023年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年信用债市场回顾

### (一) 2023年宏观经济形势回顾

1. 圆满实现经济增长预期目标，全年GDP同比增长5.2%；整体就业形势稳定，通胀水平偏弱

2023年全年，我国国内生产总值GDP为1,260,582亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%，和前三季度增速持平，四个季度国内生产总值分别同比增长4.5%、6.3%、4.9%、5.2%。分产业来看，第一产业增加值89,755亿元，增长4.1%，拉动经济增长0.4个百分点；第二产业增加值482,589亿元，增长4.7%，拉动经济增长2.0个百分点；第三产业增加值688,238亿元，增长5.8%，拉动经济增长2.8个百分点。三次产业增加值占GDP的比重分别为7.1%、38.3%和54.6%，较2022年同期分别变化-0.2个百分点、-1.6个百分点和1.8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部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同比增速走高。三、四季度稳增长政策效应逐步显现，部分经济数据虽有反复，但总体延续修复态势。

全年就业形势整体稳定，城镇调查失业率下降。2023年全国城镇调查失业率平均值为5.2%，较上年下降0.4个百分点。四季度全国城镇调查失业率均值为5.0%，较三季度下降0.2个百分点。其中，10月城镇调查失业率为5.0%，和

9月持平，11月城镇调查失业率继续保持不变，12月小幅上升至5.1%。2023年，不包含在校生的16-24岁、25-29岁、30-59岁劳动力调查失业率分别为14.9%、6.1%、3.9%。

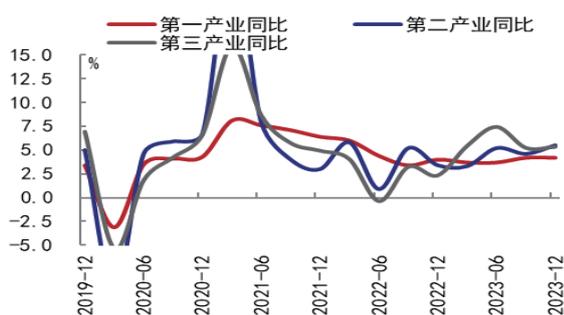
全年CPI同比上涨0.2%，PPI同比下降3.0%。CPI同比增速全年整体呈现下行态势，7月份和11月两次探底，其中10月-12月分别录得-0.2%、-0.5%和-0.3%，总体保持偏弱运行；同期PPI当月同比增速先降后升，四季度有所反复，6月份触及年内低点，其中10月-12月分别录得-2.6%、-3.0%和-2.7%；PPI-CPI剪刀差1-6月持续下行，下半年PPI-CPI剪刀差逐步回升。总体来说，CPI同比增速较低主要受到供应充足、需求较弱以及同期高基数等因素的影响，而PPI同比增速在去年高基数、部分行业需求偏弱和国际原油价格下跌等因素的影响下整体震荡下行，全年处在负值区间。

图1 GDP当季同比和季调环比增速



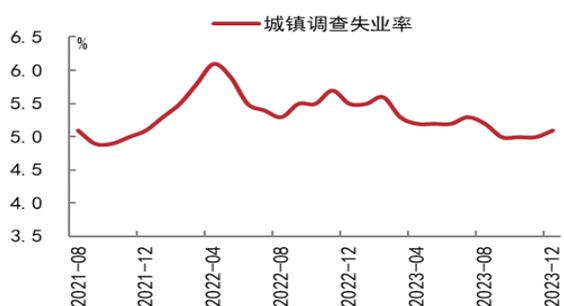
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图2 各产业GDP当季同比增速



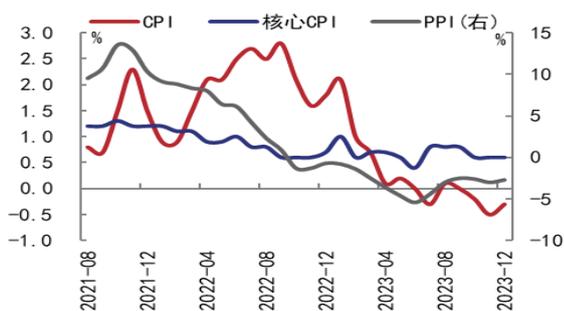
数据来源: Wind 中证鹏元整理

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, 基建投资增速和制造业投资增速小

幅回落, 但均保持较高韧性, 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, 四季度有所回暖。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。下半年经济阶段企稳, 积极因素有所增多。

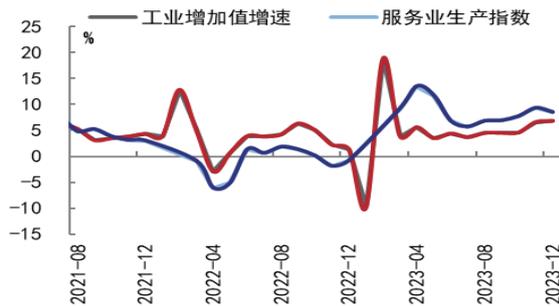
供给端来看, 2023年全国规模以上工业增加值全年同比增长4.6%, 增速比2022年上升1.0个百分点。分三大门类看, 采矿业增加值同比增长2.3%, 制造业增长5.0%, 电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%。分月份看, 四季度全国规模以上工业增加值增速温和上升, 单月分别上涨4.6%、6.6%和6.8%。2023年服务业增加值同比增长5.8%, 较上年上升3.5个百分点。四季度服务业生产指数同比增速保持在高位, 单月分别上涨7.7%、9.3%和8.5%。

固定资产投资方面, 2023年, 全国固定资产投资(不含农户) 503,036亿元, 同比增长3.0%, 增速较2022年下降2.1个百分点。分项中, 基础设施投资同比增长5.9%, 较上年增速下降3.5个百分点; 制造业投资同比增长6.5%, 较上年增速下降2.6个百分点, 其中高技术制造业投资增长9.9%; 房地产开发投资同比下降9.6%, 降幅较上年收窄0.4个百分点, 其中全国商品房销售面积同比下降8.5%, 商品房销售额同比下降6.5%, 地产行业仍处调整阶段。整体看, 制造业投资和基建投资放缓, 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年社会消费品零售总额471,495亿元, 同比增长7.2%, 增速较上年上升7.4个百分点。分类型看, 商品零售418,605亿元, 增长5.8%; 餐饮收入52,890亿元, 增长20.4%。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。三四季度居民消费意愿边际修复，暑期和国庆出行拉动下社零增速稳步回升。具体看，10月份社会消费品零售总额同比上升7.6%，11月份在低基数下同比增速上升至10.1%，12月份小幅回落，同比增长7.4%。

图5 供给端：工业增加值和服务业当月同比增速



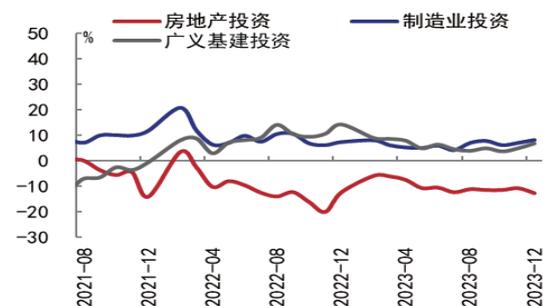
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图6 供给端：部分重点行业工业增加值当月同比



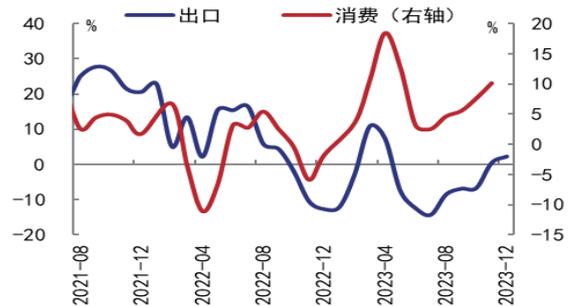
数据来源：Wind 中证鹏元整理

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，2023年全年，我国进出口总值5.94万亿美元，同比下降5.0%。其中，出口3.38万亿美元，同比下降4.6%；进口2.56万亿美元，同比下降5.5%；贸易顺差8,232.2亿美元。10月出口同比下降6.6%，11月增速由负转正，同比上升0.5%，12月增速继续扩大至2.3%，12月贸易顺差由去年同期的690.07亿美元上升至753.40亿美元。2023年，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，但四季度出口增速有所回升，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，2023年对俄罗斯和非洲的出口同比增速分别为46.9%和7.5%，对美国、欧盟的出口同比增速分别为-13.1%和-10.2%。

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

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，重启投放PSL，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，提升资金使用效率。央行年内两次降准分别释放长期资金超过5,000亿元，并通过中期借贷便利超额续作，来弥补缴准缴税、专项债和特殊再融资债券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。全年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加22.75万亿元，同比多增1.31万亿元；社会融资规模增量35.59万亿元，比上年同期多3.41亿元。12月末，社会融资规模余额为378.09万亿元，同比增长9.5%。另外，央行要求增强信贷增长的稳定性和可持续性，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，防止资金空转。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多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，12月重启PSL，增大政策对冲力度；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“三大工程”建设的金融支持力度。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，重启发行特殊再融资债券，增发万亿国债

2023年1-11月，全国一般公共预算收入200,131亿元，同比增长7.9%；全国一般公共预算支出238,462亿元，同比

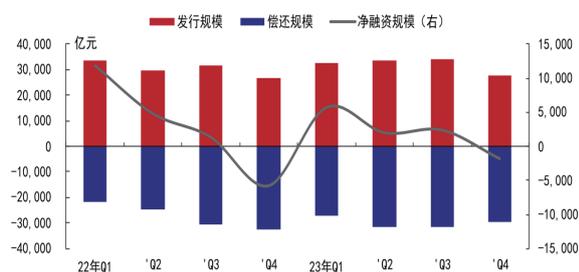
增长4.9%，支出强度保持稳定，其中社会保障和就业支出累计同比增速为9.0%，在支出分项中增速最高。政府工作报告中将财政赤字率拟按3%安排，较去年同期上涨0.2个百分点；新增专项债券3.8万亿元，较去年同期增加0.15万亿；四季度增发2023年国债1万亿元，主要用于灾后恢复重建、防洪治理工程等8个方向，在2023年安排使用5,000亿元，结转2024年使用5000亿元，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。专项债方面继续靠前发力，一季度发行加快，二季度发行节奏放缓，三季度基本完成发行。另外，财政政策持续提升政策效能，延续和优化了部分税收优惠政策，增加政策的精准性针对性，尤其是对中小微企业和个体工商户的政策，如减免小规模纳税人增值税、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减征资源税等。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，目前已经发行近1.4万亿元。

## (二) 2023年信用债市场发行分析

### 1. 2023年信用债发行规模保持增长，净融资下降33%

2023年，我国非金融企业债券共发行14,934只，较2022年增长14.5%，发行规模12.79万亿元，较2022年增长5.2%。其中，四季度发行规模发行数量3,116只，发行规模27,547.71亿元，同比分别增长12.0%和3.5%，环比分别下降24.8%和19.0%。净融资方面，2023年非金融企业债券净融资8,143.81亿元，较2022年下降32.7%，其中四季度呈净偿还1,826.63亿元。

图9 2022年-2023年非金融企业债券发行与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

### 2. 私募公司债是主要增长品种，企业债券受审核权划转影响降幅较大

分券种看，2023年，交易所私募公司债和银行间中期票据、定向工具品种发行规模均增长。交易所方面，私募公司债是主要增长品种，其发行规模24,058.59亿元，较2022年增长48.8%；公募公司债券发行规模14,497.36亿元，较2022年下降1.7%；企业债券审核权由国家发改委划转证监会影响，发行规模2,007.80亿元，较2022年下降45.5%。银行间债券市场方面，中期票据发行规模29,656.47亿元，较2022年增长5.9%；短期融资券发行规模48,390.16亿元，较2022年下降2.4%；定向工具发行规模7,513.78亿元，较2022年增长11.1%。

表1 2023年非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2023年数量 (只)	2022年全年数量 (只)	同比	2023年规模 (亿元)	2022年全年规模 (亿元)	同比
交易所市场	5,303	4,308	23.10%	42,309.41	37,199.21	13.74%
企业债券	269	484	-44.42%	2,007.80	3,681.30	-45.46%
公募公司债券	1,347	1,393	-3.30%	14,497.36	14,741.09	-1.65%
私募公司债券	3,517	2,247	56.52%	24,058.59	16,163.75	48.84%
可转换债券	141	148	-4.73%	1,411.60	2,190.13	-35.55%
可交换债券	29	36	-19.44%	334.06	422.94	-21.01%
银行间市场	9,631	8,738	10.22%	85,560.40	84,329.90	1.46%
短期融资券	5,217	4,986	4.63%	48,390.16	49,565.38	-2.37%
中期票据	3,190	2,654	20.20%	29,656.47	27,999.30	5.92%
定向工具	1,224	1,098	11.48%	7,513.78	6,765.22	11.06%
汇总	14,934	13,046	14.47%	127,869.81	121,529.11	5.22%

注：1.包括银行间市场、上海证券交易所、深圳证券交易所发行债券；2.公募公司债券和私募公司债券，统计时仅包含在交易所发行的债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

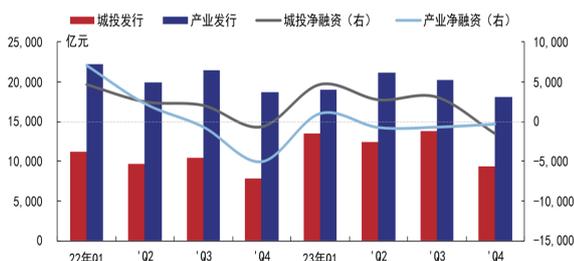
### 3. 城投债净融资小幅增长，产业债转为净偿还，地产债净融资相对稳定

2023年，城投债发行规模4.93万亿元，较2022年增长25.9%，其发行规模占信用债总发行规模比例为38.5%；城投债净融资规模8,925.66亿元，同比增长5.6%，占信用债总净融资比例为109.6%。分地区看，全年城投债全国共21

个地区为净融资，9个地区为净偿还。净融资地区中，浙江、江苏、河南、山东的规模较大，分别为1,565.10亿元、1,526.85亿元、1,078.15亿元、1,068.67亿元；湖北、四川、重庆、安徽等地在第二梯队，净融资规模在500-800亿元之间；净偿还地区中，规模相对较大的地区有贵州、广西、甘肃，净偿还规模分别为373.93亿元、166.75亿元、99.60亿元。

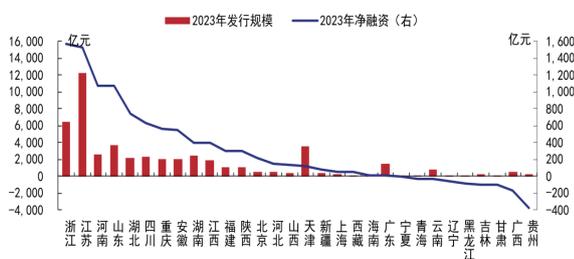
产业债发行与净融资规模均持续收缩。2023年，产业债发行规模7.86万亿元，较2022年下降4.6%，由2022年净融资转为净偿还781.84亿元，且2023年的二、三、四季度均为净偿还，四季度净偿还规模略有收窄。分行业看，共17个行业为净融资，11个行业为净偿还。净融资产业中，综合、建筑装饰、非银金融等行业的净融资规模相对较大，分别为2,041.25亿元、1,427.93亿元、814.04亿元；净偿还行业中，公用事业、采掘、化工等行业的净偿还规模较大，净偿还规模分别为2,315.80亿元、1,186.68亿元、707.02亿元；2023年房地产行业债券发行规模4,271.26亿元，较2022年下降9.1%，净融资规模434.56亿元，较2022年下降3.4%，在融资政策支持下行业净融资水平相对稳定。

图10 2022年-2023年城投债与产业债发行规模与净融资



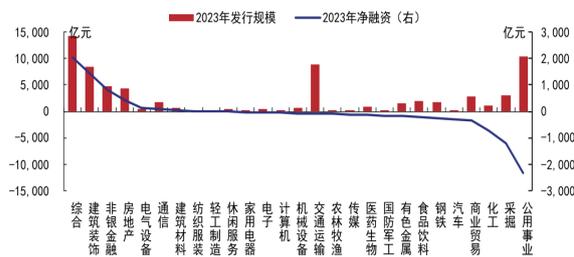
数据来源：Wind，中证鹏元整理

图11 2023年城投债发行与净融资区域分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

图12 2023年产业债发行与净融资行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

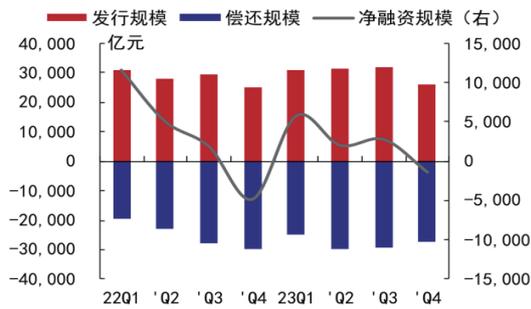
#### 4. 民营企业净融资持续为负，民营可转债、中期票据为主要净融资品种

从企业性质看，2023年民营企业<sup>1</sup>信用债共发行706只，较2022年下降6.7%，发行规模7,423.16亿元，较2022年下降6.3%，净融资方面延续了2022年净偿还的态势，净偿还规模1,021.67亿元，但较2022年的净偿还1,594.82亿元收窄了35.9%。信用债品种中，民营企业的可转债、中期票据表现为净融入，可转债净融资47.04亿元、中期票据净融资49.77亿元、可交换债净融资3.58亿元，短期融资券、公募公司债、私募公司债、定向工具分别净偿还263.00亿元、170.10亿元、69.69亿元、32.30亿元。

2023年，国有企业信用债共发行14,228只，较2022年增长15.8%，发行规模12.04万亿元，较2022年增长11.4%；国企信用债券净融资规模9,165.48亿元，较2022年下降33.0%。国有企业信用债融资仍主要体现在城投债上。

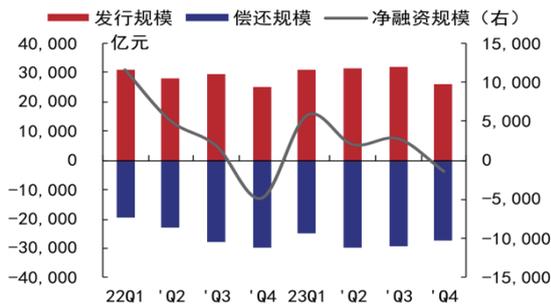
<sup>1</sup> 民营企业根据Wind统计口径为，非国有企业，即国有企业、地方国有企业和中央国有企业以外的企业类型。

图13 2022年-2023年民营企业净融资情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图14 2022年-2023年国有企业净融资情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

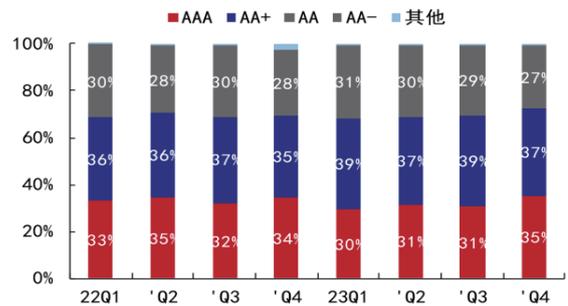
5. 信用债发行人主体信用级别分布基本稳定，中高级别占比略有提升，民企主体级别仍呈AAA集中趋势

2023年新发行信用债主体级别分布稳定，中高级别占比略有提升。AA+级以上发行人占比62.1%，整体较2022年上升1.0个百分点。具体来看，AAA级发行人占比26.2%，较2022年下降0.8个百分点；AA+级发行人占比35.9%，较2022年上升1.8个百分点；AA级发行人占比35.9%，较2022年度下降0.3个百分点，无主体级别的发行人占比较2022年下降0.4个百分点。

分企业类型看，国有企业方面，AA+级以上主体占比61.0%，较2022年上升1.2个百分点；民营企业AA+及以上

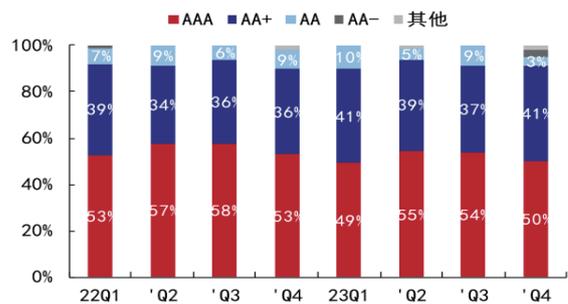
主体占比91.0%，较2022年上升2.2个百分点，其中AAA级民企主体占比上升6.1个百分点，AA+级主体占比下降4.0个百分点，AA级主体占比下降0.6个百分点。整体而言，2023年发行主体信用呈进一步向高等级主体AAA趋势。

图15 2022年-2023年信用债主体评级分布



注: 按发行人数量统计, 不含重复发行人;  
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图16 2022年-2023年民企债主体评级分布



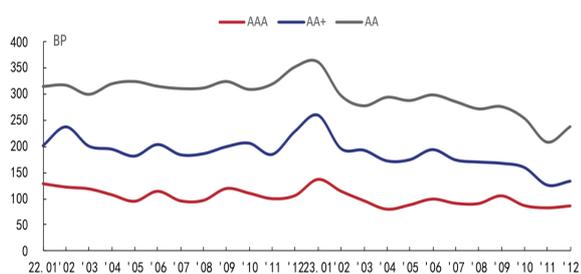
注: 按发行人数量统计, 不含重复发行人;  
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

6. 2023年信用债发行利差全面收窄，下半年受“化债”利好，信用利差进一步收窄

2023年全年信用债发行利差全面收窄。2023年上半年，市场对经济预期向平稳修复，利率曲线开始平稳回落，此前市场利率波动带来债券抛售随之降温，带来利差收敛；同时，市场资金供给合理充裕、信用环境宽松，年

中各级别信用利差走势平坦化。7月，中央政治局会议提出制定“一揽子化债”方案防范化解地方债务风险，城投债再次成为“抢购”品种，推动城投债信用利差进一步收窄，带动信用利差整体下行，尤其AA级以城投主体为主，受政策利好利差下降加快。10月底至年末，受经济基本面修复影响，信用债利差随利率债震荡走扩。2023年12月份，AAA级、AA+级、AA级中长期限债券（1年期以上）发行利差分别为98BP、126BP、240BP，仍处于近1年较大利差水平。

图17 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年信用债市场信用风险分析

整体来看，2023年是债券市场信用风险呈现方式转向温和。在政策呵护下，地产企业新增风险主体大幅下降，风险进一步出清，部分主体债务重组推进缓慢。具体来看：

表2 2014年-2023年债券市场风险债券统计

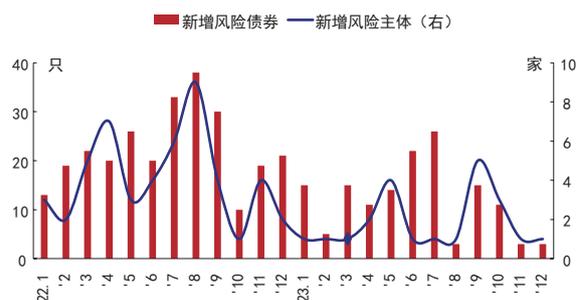
风险事件类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	1
实质性违约	7	30	50	24	106	141	115	111	31	16
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	42	66	194	113
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	13

数据来源：Wind，中证鹏元整理

全口径下<sup>2</sup>，2023年新增风险债券143只，同比下降47.2%，累计金额约1,145亿元，涉及47家主体；新增风险主体22家，风险主体数量同比下降56%。2023年风险底隐现，全口径下风险主体占比由2022年的0.85%下降至0.38%。从时间看，2023年风险事件集中在6、7月，随着境内各项纾困政策的出台，部分地产企业债务重组计划陆续获得通过，存续债券集中展期，四季度风险边际减弱，新增风险主体5家。

从违约类型看，以展期为主。本年实质性违约债券16只，展期113只，技术性违约1只，违反投资者保护性条款（含触发）13只。展期（含债务重组）比例79%，维持高位，是当前主要的风险处置方式。

图18 2022年1月-2023年12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

2 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。

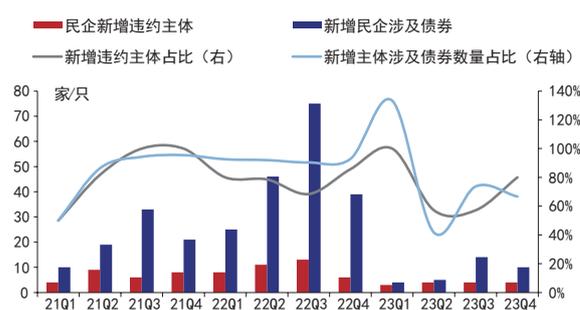
表3 2022年-2023年信用风险统计

	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	7	17	50
23Q1	3	16	35
23Q2	7	18	47
23Q3	7	10	44
23Q4	5	4	17

数据来源: Wind, 中证鹏元整理

从发行人类型看, 民营企业信用风险依然是主要风险。新增风险主体中有15家为民营企业, 占比68.2%, 较上年下降9.8个百分点; 民营企业风险债券117只, 占比81.8%, 较上年下降9.3个百分点; 国有企业新增风险主体7家, 其中城投公司1家。虽然本年新增国有企业占比提升, 但仅2家进行展期, 其余均为保护性条款违约和技术性违约, 部分已加速到期兑付和获得豁免。

图19 2022年-2023年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4 2023年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	38	15	117
国有企业	9	7	26

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从地区分布看, 2023年共有17个省发生债券风险事件, 其中, 新增风险主体分布在10个省份 (不含境外)。

新增风险主体主要分布在广东、上海、江苏等地, 主要因为上述地区地产企业较多。

表5 2023年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	9	7	28
上海	6	3	19
浙江	3	1	14
福建	5		13

省份	风险主体 (家)	新增风险主体 (家)	新增风险债券 (只)
重庆	1		11
河北	2		10
河南	2		9
北京	4	2	9
江苏	3	3	6
湖北	3	1	6
天津	1		6
湖南	2	2	6
云南	2	1	2
宁夏	1		1
山东	1	1	1
贵州	1		1
四川	1	1	1
合计	47	22	143

数据来源: Wind, 中证鹏元整理

从债券类型看, 新增风险债券中公募公司债违约数量最多, 有58只, 占比40.6%; 资产支持证券31只, 占比21.7%, 穿透后看, 房地产企业债券23只。与上年同期相比, 资产支持证券占比有所下降; 中期票据和私募公司债

分别违约28只和20只, 占比分别为19.6%和14.0%, 交易所品种依然是主要出险品种, 合计占比约77.6%, 较上年同期下降1.4个百分点; 其他债券品种数量较少。

表6 2023年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)
公募公司债	58	714.89
资产支持证券	31	142.65
中期票据	28	87.40
私募债	20	181.32
短期融资券	2	10.65
可交换债	2	2.35
定向工具	2	6.05
合计	143	1,145.31

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, AAA级8家, AA+级7家, AA级6家, 中高评级主体数量占比63.6%, 同比增长3.6个百分点; 新增风险债券发行级别中AAA级和AA+级分

别有86只和22只, 合计占比75.5%, 同比上升11.5个百分点, 占比维持高位, 无债项评级的债券25只, 占比18%, 主要是私募公司债券。

表7 2023年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	8	36.4%	AAA	86	60.1%
AA+	6	27.3%	AA+	22	15.4%
AA	6	27.3%	AA	9	6.3%
AA-	0	0.0%	AA-	1	0.7%
无评级	2	9.1%	无评级	25	17.5%
合计	22	100.0%	合计	143	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，新增风险主体中包含上市公司3家，涉及风险债券6只；非上市公司19家，涉及风险债券46只。上市公司新增风险主体平均出险债券数量依然大于

非上市公司。与上年同期相比，新增风险非上市公司占比86.4%，同比增长6.8个百分点。

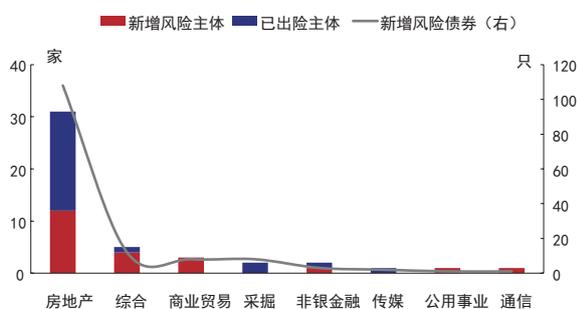
表8 2023年新增风险债券主体上市情况

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	9	32	3	6
非上市公司	38	111	19	46
合计	47	143	22	52

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，风险债券主体涉及8个行业，主要分布在房地产行业，新增风险主体12家，风险债券数量108只，占比分别为54.5%和75.5%。与上年同期相比，房地产行业新增风险主体数量同比下降55.6%，行业风险进一步出清缓释。

图20 2023年风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2023年退市、清盘风险频发，尤其是地产企业。截至2023年末，境内共有8家退市，分别是阳光城、泰禾、嘉凯城、中天金融、蓝光发展等，境外市场中新力控股集团、南海控股、嘉年华国际已退市摘牌。此外，境外主体清盘风险提升，2023年嘉世国际（阳光城境外发债主体）、新力控股、佳源国际相继收到法院清盘令，其中佳源国际提起上诉。退市、清盘风险，将提升企业债务重组难度。整体看，在地产新政的利好下，企业债务重组有望进一步提速。

## 二、2024年信用债市场待偿还情况分析

### （一）2024年信用债待偿情况

截至2023年12月末，2024年非金融企业信用债总待偿还规模预计为12.32万亿元，其中债券到期规模预计10.31

万亿元、提前兑付预计1,953.39亿元、回售预计1.81万亿元。不考虑短期融资券，中长期债券待偿规模预计约7.48万亿元，较2023年增长6.4%。

分券种看，2024年交易所私募债、中期票据、定向工具等品种的偿付规模较2023年增长。2024年，交易所

的公募公司债待偿规模预计1.36万亿元、较2023年下降3.1%，私募公司债待偿还规模预计1.91万亿元，较2023年增长9.9%；企业债券待偿还规模预计4,057亿元，与2023年基本持平。银行间方面，中期票据和定向工具待偿还规模预计分别为2.84万亿元、0.88万亿元，较2023年分别增长12.8%、10.9%。

表9 2024年信用债市场待偿概况（单位：亿元）

债券类型	2024年				2023年总偿还规模	总偿还规模增长率
	2024年到期规模	提前兑付规模	回售预计	合计		
交易所市场	23,915.85	1,877.15	11,744.76	37,537.76	37,133.62	1.1%
企业债券	1,685.57	1,525.56	846.11	4,057.24	4,091.62	-0.8%
公募公司债	9,516.46	9.50	4,108.70	13,634.67	14,073.06	-3.1%
私募公司债	11,970.78	342.03	6,789.94	19,102.75	17,375.61	9.9%
可转债	297.86	0.07	0.00	297.93	1,095.83	-72.8%
可交换债	445.18	0.00	0.00	445.18	497.49	-10.5%
银行间市场	79,195.79	76.24	6,351.22	85,623.25	82,628.41	3.6%
短期融资券	48,390.16	0.00	0.00	48,390.16	49,487.76	-2.2%
中期票据	24,536.69	64.64	3,809.90	28,411.24	25,182.39	12.8%
定向工具	6,268.94	11.60	2,541.32	8,821.85	7,958.27	10.9%
合计	103,111.63	1,953.39	18,095.98	123,161.01	119,762.04	2.8%

注：2024年短期融资券待偿规模按2023年发行规模预计；回售权行权率按2023年63.1%行权率计算。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## （二）2024 年待偿债券特征

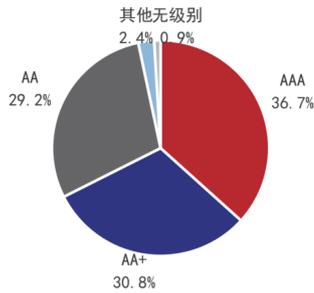
1. 待偿债券主体评级以AA+级以上为主，低主体评级到期债券占比有所增加

截至2023年12月末，2024年待偿还<sup>3</sup>非金融信用债主体3,268家，主体评级仍以AA+级以上级别为主，共1,692家，占比51.8%。待偿还债券中，AAA级、AA+级、AA级主

<sup>3</sup> 本节待偿还债券仅包括到期和提前偿还，不包括回售和赎回债券。

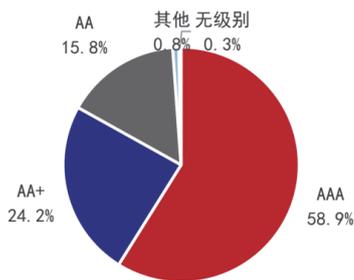
体的债券数量分别为3,769只、3,161只、2,992只，待偿还规模预计为45,240亿元、18,610亿元、12,108亿元；主体评级在AA级（含）以下及无评级债券数量3,331只（1,576家），待偿还规模预计12,988亿元，占比分别为32.5%和16.9%，较全年分别上升2.8个百分点和2.3个百分点。此外，进入回售期的存量债券中，主体评级在AA级（含）以下及无评级的存量债券1,157只、存量规模6,550.38亿元。

图21 2024年待偿还信用债主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图22 2024年待偿还信用债主体等级分布



注：按债券规模统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

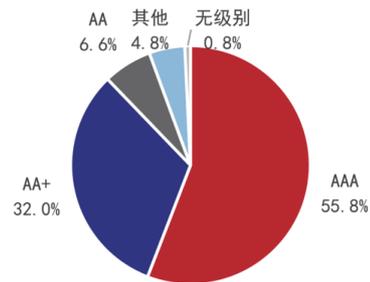
### 2. 非国有企业债券待偿还压力减弱，低等级债券占比下降

2024年，非国有企业债券总体待偿规模预计为7,708亿元，占总待偿规模的6.3%，其中到期规模和提前兑付规模合计7,009亿元、回售规模预期699亿元。与2023年相比，2024年非国有企业债券总待偿规模下降8.8%，其偿债压力减弱。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，主体AA级（含）以下和无评级债券数量共48只（39家），待偿规模282亿元，占比分别为12.2%和9.5%，较2023年进一步下降2.2个百分点、上升1.4个百分点。进入回售期的非国有

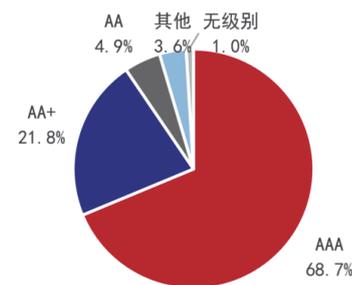
企业债券存量债券共123只、存量债券规模1,109亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债券30只，占比24.4%，存量规模248亿元，占比22.4%。非国有企业待偿的低等级主体债券占比持续下降，一定程度上表明非国有企业债券的整体风险水平相对下降。

图23 2024年待偿还非国企债券主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图24 2024年待偿还非国企债券主体等级分布



注：按债券规模统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

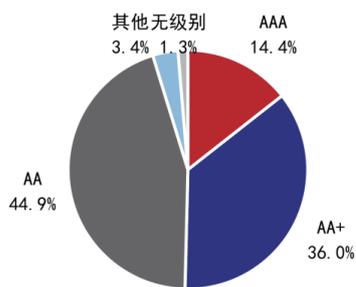
### 3. 城投债偿债压力略增，低评级主体债券仍过半，江苏、浙江、山东、天津、湖南等地待偿规模靠前

城投债方面，2024年总体待偿债券规模预计约4.11万亿元，其中到期规模和提前兑付规模预计2.98万亿元、回售规模预期1.13万亿元，与2023年相比，2024年城投债券预计待偿规模增长2.1%。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，城投债较低主体级别占比仍大。主体级别在AA级（含）以下以及无评级的城投债券数量2,952只（1,366家），占比49.6%，较2023年上升0.2个百分点，待偿规模预计1.10万亿元，占比34.5%，该占比较2023年下降0.7个百分点。进入回售期的债券方面，存量城投债券共2,499只、存量规模1.79万亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债964只，数量占比38.6%，存量规模5,425亿元，占比30.3%。

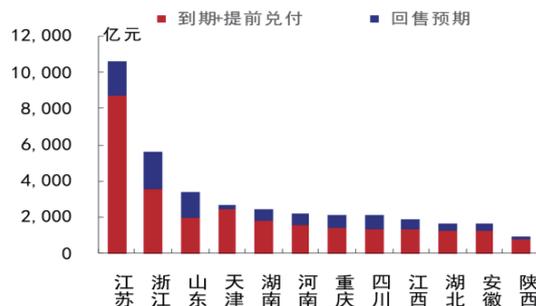
地区分布方面，江苏、浙江、山东、天津、湖南等地待偿规模位居前列。2024年，江苏待偿规模预计1.06万亿元、浙江待偿规模预计5,614亿元、山东待偿规模预计3,343亿元、天津待偿规模预计2,697亿元、湖南待偿规模预计2,430亿元；河南、重庆、四川、江西、湖北、安徽的待偿规模在1,000-2,300亿元之间，陕西、广东、福建、云南、贵州的待偿规模在500-1,000亿元之间。

图25 2024年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26 2024年待偿还城投债地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### 4. 产业债待偿规模小幅增长，部分房企仍面临一定偿付压力

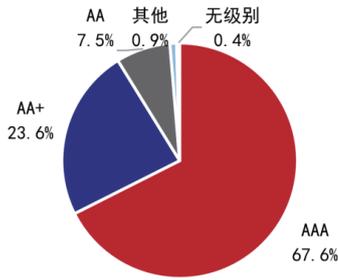
产业债方面，2024年总体待偿债券规模预计约8.20万亿元，较2023年的总偿还规模增长3.2%，其中到期规模和提前兑付规模预计7.52万亿元、回售规模预计6,788亿元。

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稳定。主体级别在AA级（含）以下的以及无评级的产业债券数量379只（210家），占比8.8%，较2023年下降0.1个百分点，待偿规模预计1,969亿元，占比4.4%，较2023年上升0.4个百分点。进入回售期的债券方面，存量产业债券共1,114只、存量债券规模1.08万亿元，其中主体AA级（含）以下债券和无评级债券共193只，数量占比17.3%，存量规模1,126亿元，占比10.5%。

行业分布方面，综合、交通运输、公用事业、建筑装饰、房地产等行业待偿规模预计位居前列。2024年，综合行业待偿规模预计9,405亿元、交通运输待偿规模预计6,822亿元、公用事业待偿规模预计6,747亿元、建筑装饰待偿规模预计4,071亿元、房地产行业待偿规模预计3,655亿元。2024年，到期地产债中，涉及民营房企25家、待

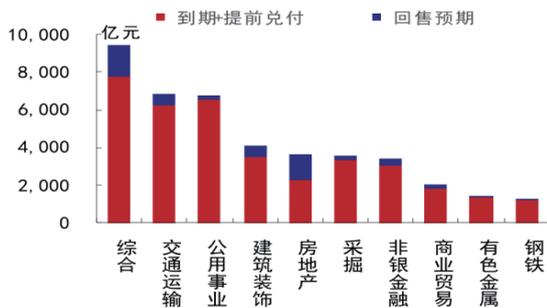
偿规模预计440亿元，地方国营房企47家、待偿规模预计1,092亿元，考虑当前房企去化偏弱，融资渠道仍然偏紧，一部分房地产企业仍面临一定偿付压力。

图27 2024年待偿还产业债主体等级分布



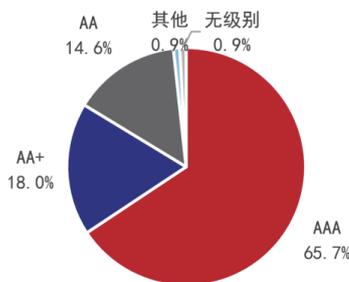
注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；资料来源：Wind，中证鹏元整理

图28 2024年待偿还产业债行业分布



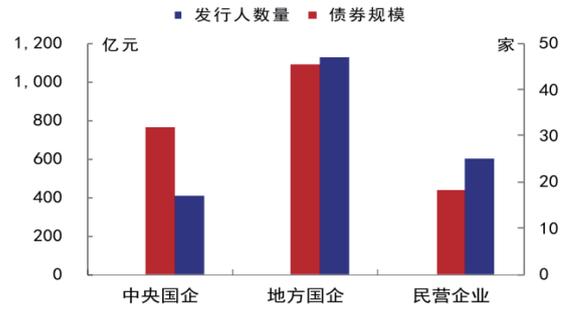
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图29 2024年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30 2024年待偿还房地产企业类型分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 三、2024年信用债市场展望

#### (一) 经济内生动能将不断增强，GDP 增速目标预计在 5% 左右，着力推动高质量发展

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，基于2035年的远景目标和我国经济的潜在增长水平，2024年是“十四五”规划承上启下的关键一年，预计GDP增速目标或仍在5.0%左右。物价水平仍偏低，结构性就业压力好转，高质量发展的同时需要保持合理的经济增速，这在一定程度上有利于稳定预期和提振发展信心。从内外部环境来看，形势仍然复杂严峻，全球经济复苏波折，地缘政治冲突不断，大国博弈，不安全因素明显增多，重点关注美国降息开启的时点和变化。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，居民收入预期和信心有待提升，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，从生产端看，工业生产稳步增长，2024年企业有望开始补库存，企业盈利迎来修复，服务业持续复苏尤其是出行和接触类服务改善空间较大。外需方面，出口震荡上行，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，2024年的重点工作仍是促消费，消费受限于收入增长，重点是关注

消费改善的高度和持续性，更大力度和积极的促消费政策要及时靠前推出；基础设施投资是明年经济的另一个重要抓手，万亿增发国债落地，关注发行特别国债的可能性；制造业投资维持韧性，地产投资预计小幅改善但难言乐观。

信用市场环境方面，经济基本面延续修复，宏观政策总体维持宽松，流动性合理充裕，信用债资产荒的格局难改。金融保持严监管的高压态势，防范和化解风险仍是重点工作，警惕黑天鹅和灰犀牛事件。继续毫不动摇支持民企发展，民企发债融资有望小幅增长。

## （二）宏观政策以进促稳，先立后破，实施“宽财政+稳货币”

中央经济工作会议指出，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合，注重宏观政策取向一致性评估，关注今年将召开的三中全会。

财政政策方面，适度加力，提质增效。一是保持适度的支出规模，财政赤字率预计在3.2%-3.5%左右，中央加杠杆是趋势，关注发行超长期特别国债的可能性；二是继续落实好地方政府专项债券这个重要抓手，预计新增专项债规模在3.8-4万亿左右，同时不断扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围；三是持续指导地方政府做好一揽子化债工作，特殊再融资债有望延续发行，在不增加赤字的情况下，有利于减轻地方政府债务压力；四是优化结构

性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展，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。严肃财经纪律，增加中央对地方转移支付。

货币政策方面，灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，防止资金空转和淤积，提升资金活力，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。把握逆周期和跨周期调节力度，平衡信贷投放，节奏平稳，着力宽信用，巩固经济回升向好态势。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降息降准可期，结构性货币政策大有可为。盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这对支撑经济增长同等重要。防止汇率超调风险，保持双向均衡波动。

## （三）城投债务“化存”和“遏增”齐头并进，分化加剧，下沉资质仍需谨慎

2024年，城投债政策面将坚持严守地方政府债务风险主线，“化存”和“遏增”齐头并进。

一是，严守风险底线，风险管理和防范加强。2024年1月16日，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表重要讲话中再次强调“要着力防范化解金融风险特别是系统性风险。”2023年中央经济工作会议以及各省财政工作会议均重点强调防范化解地方债务风险，守住不发生区域性、系统性风险底线等内容。多个地方政府成立政府化债基金，可以有效防范区域流动性风险。河南、重庆、湖南、江苏、内蒙古、四川等地多个市县表态加强部署落实“631”债务防控机制等。

二是，“一揽子化债”下，债务置换推进，或新增特殊再融资债券。第一轮特殊再融资债券发行完毕，累积发行规模1.39万亿元。随资金到账，各省将加大对高息城投债务的清理置换力度，包括加大提兑付债券、推动定融置换、降低非标融资占比和成本等措施。2024年仍有大规模城投债券到期，加上预期回售规模，总体偿付规模预计约4.1万亿元，较2023年略有增长。在土地收入不明朗的环境下，城投兑付压力仍大，仍需要政策持续发力缓释城投兑付压力，新一轮“特殊再融资”可期。本轮特殊再融资债券额度来源于2018年及以前年度形成的结存限额，根据财政部数据显示，2018年末全国地方政府债务限额与余额的差值约2.5万亿元，意味着在未来仍有约1.1万亿元的特殊再融资债券额度空间。当前除已发行特殊再融资债券的地区外，更多市县正在积极争取隐债置换额度，置换区域范围也可能从此前的高风险区域扩大至中等风险区域。

三是，“遏增”方面，城投债政策维持融资紧平衡，难再收紧。2023年四季度，国办发35号文、交易商协会和交易所均再度收紧城投债融资。根据当前城投债融资新规，城投债资金使用范围基本只限于借新还旧，新增融资发债较难，仅极少数优质地区的城投能够新增融资；12个重点省份和区县级城投则是重点控制债务规模区域。城投债新规下，四季度的发行规模环比已大幅下降，交易所城投债终止数量创2022年以来新高。预计城投债融资将延续2023年9月以来的相关政策，维持融资紧平衡的状态，也难再进一步收紧。此外，企业债划归交易所后，低行政层级、弱资质城投发行困难将加剧。

因此，在城投债融资与发行上，城投债“化债”置换，加上城投债规模新增受到严格限制，城投债的净融资规模将较2023年下降，但2024年城投到期规模增长仍大量的再融资需求，综合而言，2024年城投债总体供给仍将保持小幅增长，但融资分化加剧。一是级别分化，城投债融资主要增量向资质较好的地市级城投集中，区县级城投的净偿还规模或进一步扩大；二是区域分化，沿海发达经济省份将是城投新增融资的主力，其他地区尤其是高风险区域发行和净融资或均出现缩量。在防范化解地方债务背景下，城投债短期风险大大降低，城投债信用利差收窄，无论一二级市场，高收益城投债供给将大幅减少，需求远大于供给，“资产荒”现象持续加剧。城投债短久期信用下沉的主流策略，城投债仍是抢配品种。利差表现上，AA级和AA+级城投信用利差进一步收窄，AAA级城投长期处于低利差水平位置，利差下行空间有限。从中长期看，城投债仍存在一定不确定性的，投资者出于风险规避，中低等级的长期城投债发行仍相对困难，利差相对较高。但仍需注意的是，城投标债的短期风险降低，但尾部的非标、商票逾期或违约风险仍然存在，相关负面事件可能会对二级市场带来一定扰动。

#### **（四）房地产限制政策大幅解绑，持续化解风险，重点是三大工程建设**

当前我国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”，降低存量首套房贷利率，2024年地产松绑政策仍将继续，且力度将会持续加大，一系列限制政策都有望得到

松绑，需求端主要包括限购限贷的放松、公积金贷款政策优化、加大人才引进和户籍制度改革等，预计短期仍是脉冲修复；供给端要持续做好保交楼工作，房企的债务风险仍在不断出清。推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，这是党中央根据房地产发展新形势作出的重大部署，也是2024年和今后一个时期的重点任务，有利于构建房地产发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。在“三大工程”助力下，地产销售和投資有望止住下滑趋势，因房企风险隐患仍存在，居民购房需求和意愿已不可同日而语，实际效果有待观察，总体难言乐观，政策进一步聚焦化风险和防止风险外溢。重点把握三大工程建设的进展，关注长租房市场的发展，房企参与公募REITs比如发行保障房REITs和消费基础设施REITs，进一步缓解现金流压力，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、房地产行业发 展、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

# 从城投发展历史脉络看城投债务现状和化解思路

© 工商企业评级部 朱琳艺 薛辰 张扬

## 一、政策脉络下的城投发展回顾

城投公司是我国财政制度下的产物。由于1991年新一轮政府投融资体制改革要求地方政府不再直接负责基础设施建设，叠加1994年的“分税制改革”形成了“财权上收、事权下放”的财税收支格局，财权和事权的严重不匹配导致地方财政收入来源和城建资金需求之间存在巨大的缺口，与此同时《预算法》禁止地方政府发行政府债券或直接向金融机构借款，为了满足城镇化发展所激发出的融资需求，城投公司作为地方政府的投融资载体开始出现。

地方城投公司的真正繁荣始于2008年下半年，经济刺激计划和政策鼓励共同促进了城投的高速发展。一方面，2008年为应对全球金融危机，中央政府推出4万亿基建投资刺激计划，其中2.82万亿需由地方筹措，滋生了庞大的投融资需求。另一方面，2009年央行联合银监会发布“92号文”，鼓励地方政府通过组建投融资平台筹措资金，供给端闸门亦得以放开。供需两端齐发力，叠加简化城投公司企业债发行程序的政策催化，使得该阶段城投公司数量及以企业债为主力的城投债发债规模迅速扩容。城投债发行量自2009年开始增加，伴随着宏观经济财政政策、金融监管政策周期变化。2009-2014年，城投债净融资持续增长，经历了第一个快速发展期。2014年下半年，“新预算法”、国务院“43号文”相继出台，赋予地方政府适度举债权限，明确指出剥离融资平台公司的政府融资职能，

城投债依靠地方政府做担保或者隐性担保的预期逐渐被打破。43号文后城投债净融资有所回落，但2015年下半年，受经济下行压力加大，城投公司作为基金投资主体拉动经济的作用凸显，城投债净融资有所恢复。2017年至2018年上半年，城投公司经历了史上最严调控时期，监管政策收紧，城投债净融资大幅回落。在城投政策收紧阶段，部分城投平台融资压力加大，城投非标违约风险开始显现。2018年下半年起，刺激基建、保障城投公司合理融资需求的政策出台，城投平台融资政策管控再度边际放松。2020年以来的三年疫情影响使得经济下行压力进一步加大，国家实施一系列减税降费措施使得财政收入减少，城投债净融资再创新高。但此阶段监管政策主基调围绕“坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量”展开，对隐性债务的高压监管一直延续至今。

图1 新成立城投公司数量及城投债净融资额变化趋势



注：每年的新成立城投公司数以wind城投名单中各平台成立日期为依据进行统计；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 二、城投举债的用途及债务循环机制

### (一) 债务 - 投资 - 增长发展模式及影响

从微观视角来看，城投公司通过举债从事包括基础设施建设（涉及市政、交通、民生、旅游等多个领域以及公益性项目）、土地一级开发及整理（满足城市老城区扩建新城区以及开发区、高新区建设需求）、保障房建设（棚户区改造、扶贫安置等民生工程）、当地公共事业建设运营（如供水、供气、供热、公交）及产业和金融投资类在内的各项业务，为城市建设、投资及运营提供了巨额增量资金。从宏观角度来看，地方政府城投公司通过自身债务扩张带动基建投资，形成城市资产的扩张，促进我国经济三驾马车投资、消费和出口的增长，形成了我国经济独有的“债务-投资-增长”的发展模式。与此同时，城投公司作为地方政府发力基建的重要载体，充当了我国经济发展中的稳定器角色，在逆周期调节中起到了不可替代的积极作用，具体表现为当经济下行压力加大时，地方政府城投公司通过债务扩张带动基础设施建设投资增速回升，拉动GDP，平滑经济增长。

图2 基建投资增速与城投债务增速正相关



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

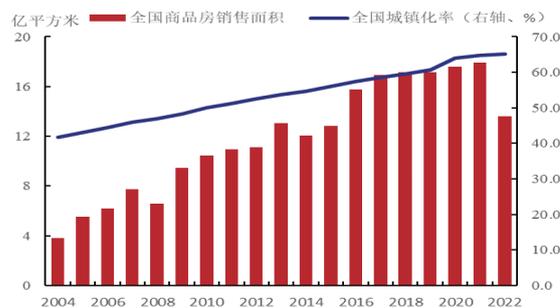
图3 基础设施建设投资的逆周期调节作用



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

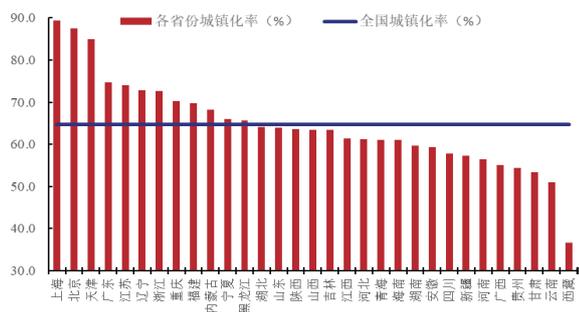
地方政府城投公司的发展亦加快了我国城镇化发展进程，而城镇化进程的发展释放了大量需求，其中最主要的需求包括房地产市场需求及房地产带动下的下游行业消费市场需求。快速推进的城镇化创造了就业机会，实现了全国农业人口的城镇化转移。根据全国统计公报数据，我国城镇常住人口由2004年的5.43亿元增至2022年的9.21亿元，全国城镇人口占比由2004年的41.8%提升至2022年的65.2%。

图4 全国商品房销售面积与城镇化率



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图5 全国31个省（市）城镇化率（2021）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

### （二）城投债务循环机制

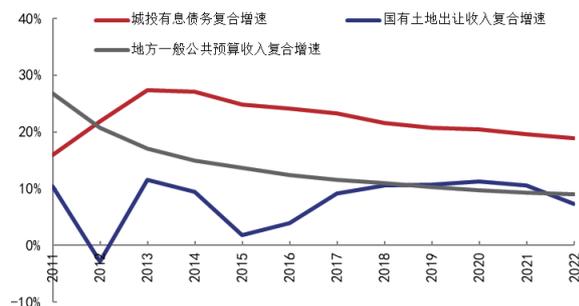
我国财政预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保障基金预算四本账。城投举债扩张的背后是站在地方财政视角下做大地方政府一般公共预算收入中的税收收入及政府性基金预算收入中的国有土地出让收入增量，地方政府再以财政补贴、土地开发成本加成返还等形式平衡城投平台还本付息压力，实现城投债务资金循环。在过去二十余年的经济发展中，城投平台发展推动下的城市经营从做大土地出让金增量和做大税收增量两方面来看存在两种模式，两种模式并行，共同推动城市的发展。一、城投公司接受政府委托推动城市内的棚户区改造、土地整理、保障房建设等基础设施建设，激活当地土地市场交易，实现土地溢价，地方政府通过土地市场“招拍挂”出让赚取土地出让净收益，即土地财政；进一步发展为地方政府将土地注入城投平台，以土地作为抵押物或作为偿债隐性增信，通过城投平台向金融机构融资借款投资拉动经济增长。二、园区类城投公司通过承担工业园区规划建设、土地整理及出让、标准厂房建设、配

合政府招商引资等工作，完善园区基础设施配套，吸引企业入驻。随着企业流入增加、园区内就业人员增长，带来税收收入、土地出让收入及其他服务收益，形成园区开发的良性循环。

### （三）地方财政收益增量视角下的城投债务风险趋增

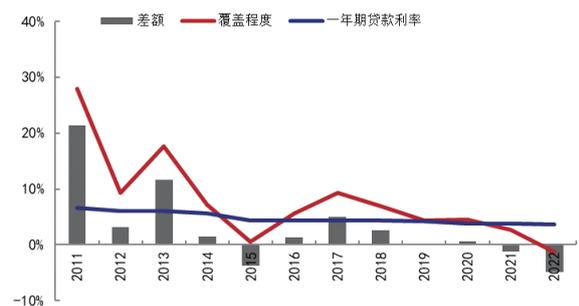
基于上述城市运营逻辑，纵向观察自2010年-2022年间城投有息债务、地方一般预算收入和国有土地使用权出让收入变化趋势：地方财政一般预算收入12年CAGR（复合增长率）为9.02%，国有土地使用权出让收入12年CAGR为7.25%，城投公司有息债务12年CAGR为18.85%。考虑到城投有息债务可以依靠借新还旧，我们观察地方财政一般预算收入及国有土地使用权出让收入较上一年度增量部分对当年度城投有息债务的覆盖程度，自2010-2020年的10年间，除2015年国有土地出让收入同比下降23.78%的年份外，其余年份地方一般预算收入及国有土地使用权出让收入较上一年度增量部分对当年度城投有息债务的覆盖程度均高于同期一年期贷款利率。由于城投有息债务的逐年增加，相应利息支出总量亦逐年增大，地方财政一般预算收入及国有土地使用权出让收入的增量对当年度城投有息债务的覆盖程度存在逐步收窄趋势，即以债务驱动城市发展的模式当面临存量债务累积到一定值时，债务利息成本的累积带来的收益增量存在边际效益递减。自2021年开始，地方一般预算收入及国有土地使用权出让收入的增量对当年度城投有息债务的覆盖程度与同期一年期贷款利率差额由正转负，继续增加债务带来的地方财政收益视角下的收益增量不足以覆盖利息支出，面临滚雪球式的债务风险。

图6 城投有息债务、国有土地出让收入、地方一般公共预算收入CAGR变化情况



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图7 地方财政一般公共预算收入及国有土地使用权出让收入的增量对当年度城投有息债务的覆盖程度逐步收窄



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

#### (四) 分省份看近三年城投有息债务增速与(国有土地出让收入+一般公共预算收入)增速偏离分化

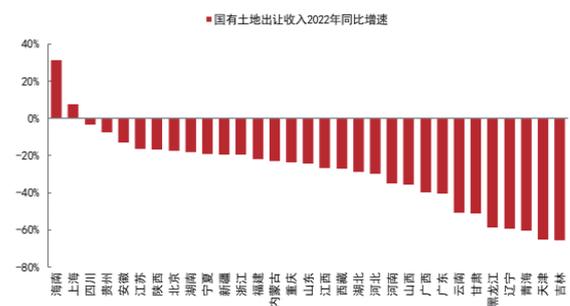
从2022年起，房地产下行的影响已通过国有土地出让收入的下滑影响到地方政府综合财力。2022年国有土地出让收入同比减少23.05%至6.53万亿。分省份来看，31个省(市、自治区)中实现正增长的仅剩海南(31.13%)、上海(7.69%)。国有土地出让收入的减少对应广义债务率的抬升，地方政府协调缓解城投债务压力的能力有所降低，城投债务到期利息偿付承压。

图8 国有土地出让收入变化趋势



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图9 各省(市)2022年国有土地出让收入同比增速情况



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

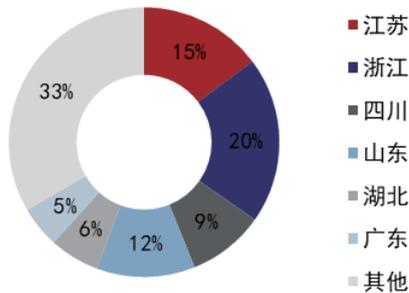
以2019年为基数，我们比较31个省(市、自治区)2019-2022年3年间一般公共预算收入+国有土地出让收入增速与城投有息债务增速的变化情况。根据中证鹏元数据库，31个省(市、自治区)城投有息债务三年复合增长率为17.01%，增量规模为20.16万亿元。增速较快的地区为海南(73.52%)、山东(30.29%)、福建(27.11%)、河北(26.53%)、浙江(25.44%)和广东(22.44%)，城投有息债务有所收缩的地区有5个，分别为天津(-1.75%)、黑龙江(-2.01%)、辽宁(-5.69%)、青海(-11.88%)和内蒙古(-15.45%)，从增量规模来看，占比最多的五大省份依次为浙江、江苏、山东、四川、湖北，合计占比为61.64%。

图10 城投有息债务及增速情况



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图11 城投有息债务增量分布情况

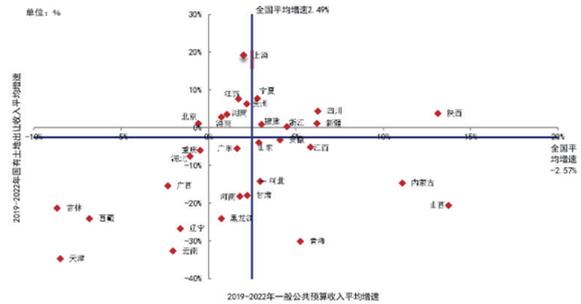


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

比较近三年各地区城投有息债务平均增速与（国有土地出让收入+一般公共预算收入）平均增速偏离值可以发现，由于城投有息债务增速较快驱动的偏离幅度较大的地区有山东、河北、广西、湖北、福建、河南和广西，其中河北、广西、湖北及河南（国有土地出让收入+一般公共预算收入）平均增速亦下滑明显。由于国有土地出让收入下滑幅度大驱动的偏离幅度较大的省份有云南和吉林。上述区域中河北、湖北、河南、云南及吉林近三年常住人口呈下降趋势，以债务驱动的发展模式在这些地区或已显示疲态，城投有息债务增长更多倾向于借新还旧，维持债务滚动。有息债务增量大的省份浙江、山东、广东、江苏和四川多为经济大省及人口大省，近三年常住人口均为净流入

状态，由于自身经济韧性强，偏离幅度呈收敛趋势或趋同于有息债务增速。但也不排除部分有息债务增速过快的省份存在以城投举债拿地的形式延缓区域内土地交易市场下滑的情形。而城投有息债务呈收缩趋势的地区均出现了国有土地出让收入的大幅下降，其中天津和青海于2020年，辽宁和黑龙江于2021年已初现土地出让收入的下滑。

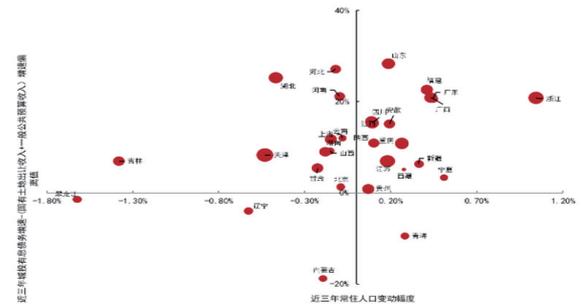
图12 近三年各省（市、自治区）一般公共预算收入平均增速与国有土地出让收入平均增速情况



注：图13中气泡大小表示广义债务率，广义债务率=（地方政府债务余额+城投平台债务）/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）；

资料来源：iFinD，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

图13 近三年各省（市、自治区）城投有息债务平均增速-（国有土地出让收入+一般公共预算收入）平均增速偏离值与常住人口变动情况



注：图13中气泡大小表示广义债务率，广义债务率=（地方政府债务余额+城投平台债务）/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）；

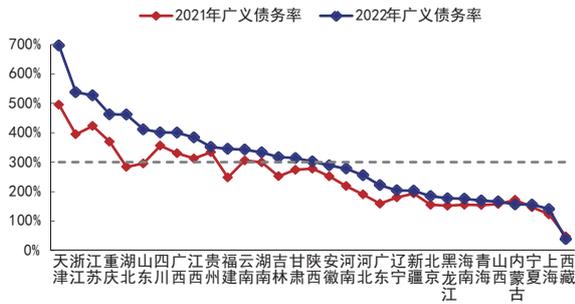
资料来源：iFinD，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

### 三、各省份城投债务特点

#### (一) 广义债务率情况

2022年，受各省份综合财力普遍下滑影响，全国各省份广义债务率均有所抬升。截至2022年末，广义债务率超过300%的省份已达16个，较2021年增加7个。天津、浙江、江苏、湖北、山东广义债务率增加超100个百分点，多为东部省份，其中天津主要受综合财力大幅下降拖累，而其他四省则是2022年新增债务规模大，均超万亿元。此外，贵州、云南、广西、甘肃等中西部地区产业相对落后，经济欠发达，面临财政能力薄弱和负债高的双重困境，仅靠自身财政实力实现还本付息的可能性不容乐观。在经济承压、土地财政乏力的背景下，地方广义债务压力显著。

图14 各省（市、自治区）广义债务率情况

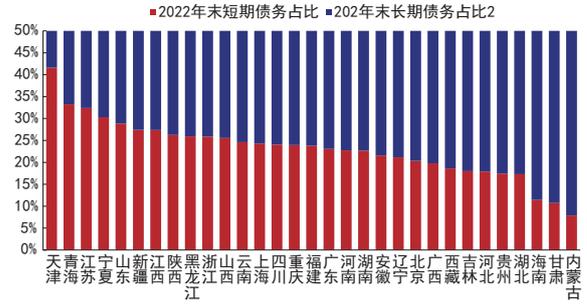


资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

#### (二) 城投债务期限结构特征

从城投债务期限结构来看，辽宁、宁夏、江苏、云南城投短期债务占比超过35%，天津、山东、陕西、新疆、青海城投短期债务占比位于30%-35%，其余省份城投短期债务占比位于30%以下。

图15 2022年末各省（市、自治区）城投债务期限结构

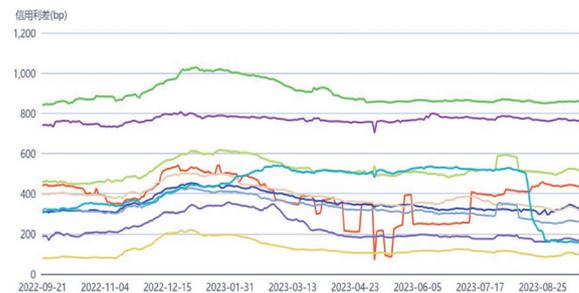


资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

#### (三) 各省份城投债利差情况

信用利差反映了市场对各区域城投债券的认可程度。从利差分化来看，青海、贵州、云南、宁夏、吉林、辽宁、黑龙江、广西等西部省份和东北地区利差较高，利差区间在300-800BP之间，中部地区利差区间在100-200BP之间，海南、北京及东部地区利差区间小于100BP。从近期变动趋势来看，天津市受一揽子化债政策预期利好影响，信用利差呈现断崖式下降。

图16 部分省（市、自治区）近一年城投债信用利差走势情况



资料来源：DM，中证鹏元整理

#### 四、城投债务化解思考

总体来看，我国经济发展形成的独有的“债务-投资-增长”的发展模式本身没有问题，城投债务的可循环性有赖于其创造的外部收益能够覆盖举债成本，否则容易陷入滚雪球式的债务风险。债务化解也并非消除债务，而是以较低的成本实现债务滚续，同时增强城投平台自身经营效益，使得城投的杠杆经营模式步入一个良性的轨道。

从参与主体来看，地方政府是城投债务化解工作的主要责任主体以及政策执行者，由于各地区资源禀赋、债务现状存在明显的区域化特征，其采取的化债方案不尽相同。（1）就可行性和实施效果而言，地方政府债务置换和银行债务重组是最为广泛和有效的化债手段，其原则就是以时间换空间、以低息换高息，通过债务腾挪缓解城投平台的流动性压力，对于天津、贵州等债务负担重且债务结构不佳的地区而言，能起到针对性的缓冲效果。（2）此外，对于债务规模大但经济相对活跃的地区，比如江苏、山东、浙江等，局部地区虽然存在债务压力，但因其背靠经济大省，坐拥优质的国有资产和丰富的金融资源，可通过资产增值转让以及省市联动、财金协同等组合拳方式缓释区域债务压力，如镇江除了隐性债务置换外，也通过积极盘活优质房产、土地资产的方式获得偿债资金来源。（3）部分地区债务风险高而经济实力相对薄弱，但拥有独特的资源禀赋优势，比如优质上市公司、担保公司等，则应充分发挥当地的资源优势，比如贵州省政府将贵州茅台的股份划入国资公司并逐步变现来获取现金流，再如四川、重庆、安徽省级担保公司实力较强，即通过省级担保信用下沉支持尾部地区再融资。但无论采取何种化债

措施，目的都是缓解城投平台的短期流动性压力，不能从根本上解决城投平台的债务问题。从中长期来看，城投平台需要真正做到与地方政府职能分离与债务切割，承担纯公益性建设项目及债务的城投公司背靠政府信用通过政府专项债、再融资债券或财政预算内安排解决项目建设资金及债务资金滚续，退出市场化融资市场；承担经营性项目及资产的城投平台转型为地方国企，地方政府承担出资限额责任，自负盈亏。从财政维度来看，中央需要形成各级政府明确的事权和财权标准，同时转变对地方政府的考核目标，从根本上减轻地方政府的压力，而地方政府则需尽快摆脱过去土地财政的路径依赖，寻求新的可持续发展模式，用新的发展势能去消解存量债务。



朱琳艺

上海对外经贸大学金融学硕士，现任中证鹏元工商评级部资深分析师，主要从事城投、汽车及汽车零部件、机械行业信用研究等工作。



薛辰

CPA，南京大学金融硕士，现任中证鹏元工商评级部资深分析师，主要从事地方政府融资平台、汽车及汽车零部件、工程机械等行业评级及相关研究工作。



张 扬

厦门大学金融学硕士，现任中证鹏元工商评级部高级分析师，主要从事城投、汽车及汽车零部件、机械行业信用研究等工作。

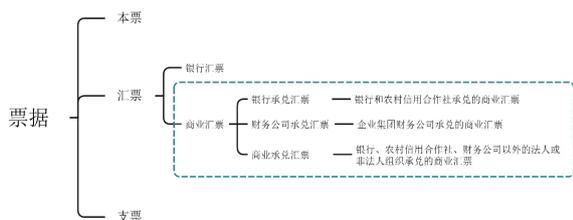
# 票据逾期是管中窥豹还是见微知著？

© 工商企业评级部 刘子恒 朱建业 徐宁怡

## 一、票据基本情况

根据《中华人民共和国票据法》的定义，票据是汇票、本票和支票的统称。在我国企业日常生产经营过程中，汇票是使用最为频繁的票据类型。汇票又分为银行汇票和商业汇票，其中商业汇票又因其承兑人属性不同，又可细分为银行承兑汇票、财务公司承兑汇票和商业承兑汇票三类。但在日常名词使用过程中，一般都是以“票据”代指“商业汇票”，以“票据逾期”代指“商业汇票逾期”。

图1 票据分类

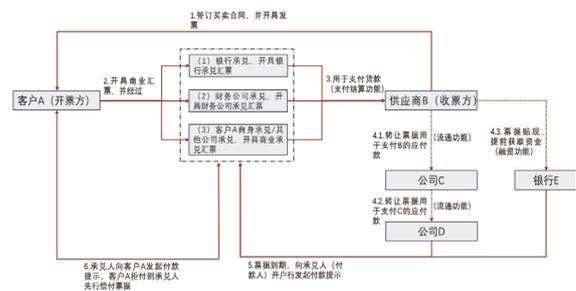


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

事实上，票据作为一种历史悠久的信用结算工具，相比传统的应付账款，其不仅具有延迟支付的功能，也具备融资作用和良好的流通性。例如，对于具备良好信用基础的商业汇票，持票方不仅可以通过银行贴现的方式实现快

速回笼资金，也可以选择将该票据转让给其上游供应商用于支付应付账款以减少公司流动资金的消耗。

图2 票据功能



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2016年12月，我国成立上海票据交易所股份有限公司（以下简称“票交所”），并大力推进票据电子化进程。与之相配套的则是票据信息公开和票据市场信息统计的逐步完善化，结束了以往纸票时代票据市场的黑箱子状态。2021年7月，票交所发布《关于商业承兑汇票信息披露业务正式施行有关事项的通知》，并于2021年8月开始每月发布《商业汇票持续逾期名单》（以下简称“旧持续逾期名单”）。此处持续逾期的定义为：距名单披露日（月末最后一天）6个月之内出现3次以上付款逾期且截至披露日有逾期余额，或披露日所在月份的当月出现了付款逾期的承兑人。

2022年11月，票交所发布《关于商业汇票信息披露操作细则实施相关事项的通知》，进一步扩大信息披露的口径，包括：（1）信息统计口径从企业和财务公司承兑人延展至商业银行承兑人；（2）新增《持续逾期名单》、《信用信息未披露名单》和《延迟披露名单》；（3）将“旧持续逾期名单”改名为《承兑人逾期名单》，对“持续逾期”的定义更加清晰和严谨。

此处“承兑人逾期”和“旧的持续逾期”定义保持一致，保证数据的延续性。“新的持续逾期”定义则修改为名单披露日（月末最后一天）6个月之内出现3次以上付款逾期。

## 二、发生票据逾期的城投平台特征

一直以来市场对于城投公司的信用观察视角尤其集中于债券、非标或信托融资的兑付情况，固然有上述融资类型存量规模较大的因素存在，但也与上述融资类型具有更完善的基础设施，进而为投资者提供了更加充分地信用观察视角相关。以债券市场为例，债券市场目前我国债务融资基础设施中相对最完善的，也正因其信息披露更加完善，监管更加充分，投资者更加专业，债券市场的违约往往对债务主体的信用资质造成非常大的影响。相比之下，部分非标融资类型则因基础设施落后信息获取困难，投资者差异性大等因素往往在发生违约后反而对债务主体造成的影响相对较小。但城投平台在标准化的债券和非标准化的其他融资上最终反馈的结果则是城投平台在债券违约或逾期的舆情事件非常少，而非标借款逾期的舆情事件时有发生。据此，我们可以得到一个简单的推论，对于任何融资类型，城投平台对于其舆情或履约的重视程度基本和该债务类型所在市场的基础设施完备程度和监管力度成正比，信息披露越完善，监管越深入的市场，城投平台越注意其信用履约情况。

如前文所述，纸票时代商业汇票市场信息披露匮乏，外界无法获取较为完整的与城投平台相关的商业汇票逾期信息。但在电票时代目前已经可以通过票交所每月公布的逾期名单及相关承兑主体的逾期金额等信息发现城投公司的票据兑付情况。且相较于城投平台的季度报表或年度报表更新，票据逾期信息每月更新一次的信息披露方式也更加高频。

事实上，城投公司作为地方基础设施建设、公益性事业或公用事业（燃气、供水等）业务的主要承载主体，其业务本身存在大量可以使用票据的上下游场景。无论是使用票据支付原材料采购价款或用于支付在建项目承包商的工程款，票据兑付过程的顺利与否与城投平台实际现金流情况息息相关。

通过对3,842家城投平台2022年度财务数据进行统计，剔除无2022年度数据的城投平台后，截至2022年末，城投平台的应付票据总金额（未考虑母、子公司因素）为1.36万亿元，占短期有息债务（短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据）的比例大约为8.14%，商业汇票已经成为城投平台广义短期债务的重要组成部分之一。

### 1. 发生票据逾期城投数量和逾期金额持续上升

自2021年11月3家城投平台首次出现于“旧持续逾期名单”起，票据逾期城投主体数量近年整体呈现阶梯式上升趋势。2021年11月-2023年10月期间（共24期），共计有172家城投平台曾出现在“旧持续逾期名单”或承兑人逾期名单中。截至2023年10月末，仍有52家城投平台出现在承兑人逾期名单中。其中在名单中出现次数最多的城投平台共计出现16次。

图3 发生票据逾期城投平台数量情况 (单位: 家)



资料来源: 票交所, DM平台, 中证鹏元整理

从逾期金额 (发生逾期且未结清的商业汇票总金额) 和累计逾期金额 (是指承兑人近5年内发生过逾期的商业汇票总金额) 看, 整体也保持和主体数量相同的上升趋势。且相对于主体数量变动的比率, 逾期金额和累计逾期的金额上升斜率更加显著, 表明单个城投平台的平均逾期金额上升幅度更加突出 (当月逾期金额/当月城投平台数量), 也持续面临较大的兑付压力, 现金流较为紧张。

图4 票据逾期金额和累计逾期金额情况 (单位: 万元)

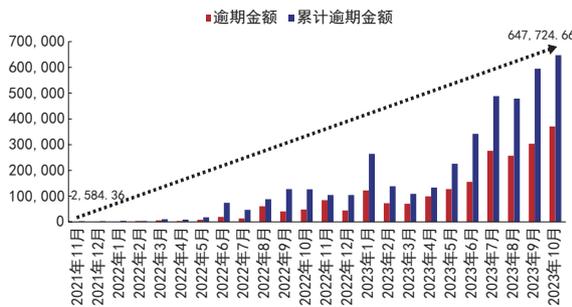
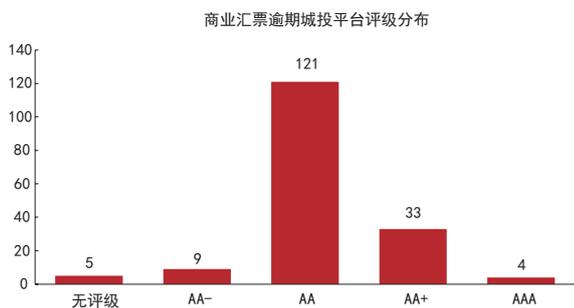


图6 票据逾期城投平台信用等级分布 (单位: 个)



资料来源: 票交所、DM平台、同花顺iFinD, 中证鹏元整理

### 3. 商票逾期原因

截至2023年10月末, 共有81家逾期城投平台发布过澄清公告, 通过对城投平台已发布的澄清公告进行梳理, 导致票据逾期的原因大致可分为四类:

表1 澄清公告涉及的票据逾期原因

类型	具体表述
银行系统原因	开户行系统原因未按时扣款、应答时间超过大额支付系统清算时间等
持票方原因	持票人更换兑付方式导致线上兑付失败等
公司自身操作原因	公司自身财务系统原因未及时响应付款请求、未收到付款提示、提示付款清算方式不符合公司内部规定或假期原因未足额拨付兑付资金等
合同诈骗	收款人未履行合同约定, 涉嫌合同诈骗等

资料来源: 票交所, 中证鹏元整理

除合同诈骗以外的原因导致的票据逾期大多系短期或临时性因素导致的, 从发布的澄清公告看城投平台往往可以在发生票据逾期后及时进行兑付, 对城投平台整体声誉影响较小。但也不乏以下情形:

(1) 发布澄清公告后又再次出现持续逾期。例如山东省青岛市某城投公司, 2022年6月曾发布澄清公告, 解释了当期出现票据逾期的原因。但随后的2022年7月开始, 公司

则频繁出现于持续逾期名单中, 且未对后续的票据逾期情况进行澄清, 此类情况表明该公司面临的资金压力较大, 澄清公告的可信度大打折扣。

(2) 因商业汇票逾期多次发布澄清公告。例如山东省德州市某城投公司, 其连续4次出现在2023年7月末至2023年10月末(4期)的持续逾期名单中, 该公司也连续发布4份澄清公告解释其逾期原因和兑付结清声明。此类情况一方面可能表明公司面临的资金压力较大, 另一方面公司即使并非资金压力所导致的商业汇票逾期, 也侧面体现出该公司存在财务管理滞后或财务制度不健全等问题, 但多次发布公告多次又逾期往往也会导致澄清公告的可信度大幅下降。

### 三、票据质押融资潜藏的诈骗风险

如果说上述其他原因导致的票据逾期大部分均系城投平台自身财务管理不善, 或短期兑付压力较大导致的, 往往和城投平台内部因素相关。那么票据质押融资中的合同诈骗行为则会反映在城投平台本不应出现的财务损失上, 更加突出外部因素。

#### 三种票据质押融资模式:

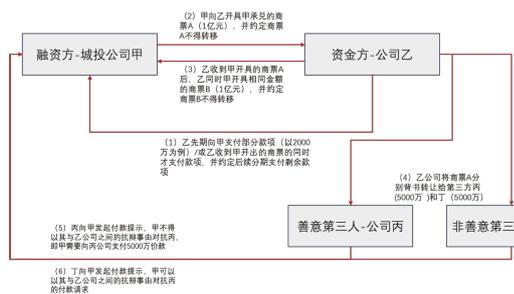
(1) 对开票据质押融资: 甲、乙签订借款合同, 约定双方互开例如1亿元的票据进行质押, 并约定所开票据不得转让。资金方乙公司承诺合同款项分批划付给融资方甲公司, 乙公司先期划付部分款项(例如2000万元), 待甲公司开出票据交付给乙公司后, 再支付后续款项。或乙公司收到甲公司开具的票据后, 将票据上的金额扣除利息后再将款项给予甲公司。上述质押票据借款逻辑看似闭环, 如果乙公司未全额给予甲公司约定的借款, 那么到期后双方互开的票据可以债务冲抵, 甲公司的偿付义务仅限于乙公

司已经向甲公司拨款的部分。但出现错误的核心环节在于票据“不得转让”的事项上，往往资金方乙公司会以多种理由要求“不得转让”字样仅记录于借款合同中，而非甲公司向乙公司开立的票据中。乙公司收到甲公司开立的票据但拒不履行后续借款事项，甲公司可能因融资需求迫切或相关票据知识了解不够会认为其借款合同完备，并没有风险。但实质是乙公司可以通过多种方式“转卖”其获取的甲公司开立的票据，到期后甲公司需要履行票据支付义务的持票人早已不再是乙公司。

根据《票据法》的规定，票据的出票人在票据上记载“不得转让”字样，票据持有人背书转让的，背书行为无效。背书转让后的受让人不得享有票据权利。但如果未在票据上记载“不得转让”字样，票据债务人则不得以自己与出票人或者与持票人的前手之间的抗辩事由，对抗持票人。但是，持票人明知存在抗辩事由而取得票据的除外。

此时，虽然甲公司还持有乙公司开具并承兑的票据，但因为乙公司往往都是空壳公司或皮包公司，其基本上不具备兑付自身开立并承兑的票据的能力，因此会给甲公司造成大额的损失。

图7 对开商票质押融资模式

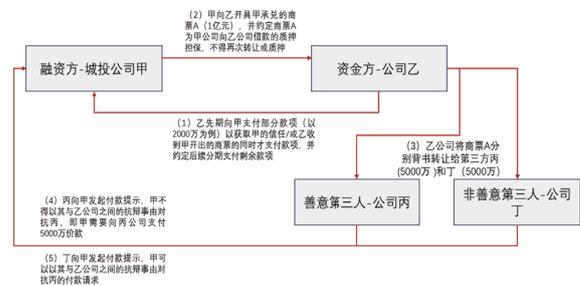


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

(2) 票据质押融资：票据质押融资操作上与对开票据质押融资相比更加简洁，但隐藏的风险本质并无不同。

乙公司收到甲公司开立的票据但拒不履行后续借款事项，资金方仍然是利用甲公司急迫的融资需求或不熟悉票据相关知识的背景通过诈骗取得相关票据后并对外进行背书转让。票据到期后，甲公司需要承担巨额兑付义务。

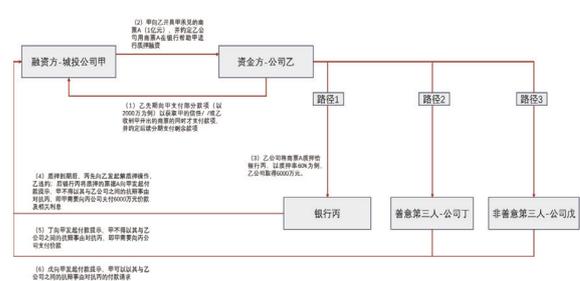
图8 对开商票质押融资模式



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

(3) 代理票据质押融资：此类方式与票据质押融资并无二致，只是资金方的话术更加隐蔽。资金方乙往往以其和银行有良好的合作关系为由提出可以帮助甲公司进行短期融资。但代理票据质押融资在风险上则更加突出，因为如果乙公司需要将甲公司开立的票据拿去银行进行质押融资，则该票据一定在开立时不会记载有“不得转让”字样而只能在合同中约定“不得转让”，否则乙公司会以无法转让的票据其无法拿到银行进行质押融资要求甲公司重新开具票据。

图9 代理票据质押融资模式



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

通过对若干家城投平台发布的与票据质押融资诈骗相关的公告和公开信息进行梳理，我们发现部分诈骗分子业务范围非常广，例如湖北黄石市某城投平台和云南玉溪市某城投平台竟都被合肥国轮科技发展有限公司(以下简称“合肥国轮”)一家公司施行了合同诈骗。截至2023年10月末，合肥国轮尚未结清的承兑余额为3.39亿元，逾期金额和累计逾期金额均为2.38亿元。且通过公开信息查询，我们发现合肥国轮基本属于空壳公司，其开具并承兑的的商业汇票（其本质为反担保）也基本上不具备兑付能力。

票据质押融资作为一种特殊的非标融资方式，在电票时代，一旦城投平台遭受诈骗不仅仅产生财务损失，也会因持续无法兑付票据导致公司持续出现在持续逾期名单中，对公司声誉造成较大影响，这也提示城投平台在未来开展非标融资时应当更加谨慎。



刘子恒

上海财经大学金融硕士，现任中证鹏元汽车及汽车零部件资深分析师，主要从事汽车行业和地方投融资等研究工作。



朱建业

上海财经大学投资经济硕士，现任中证鹏元汽车及汽车零部件评级部分分析师，主要从地方政府融资平台债券评级、汽车及汽车零部件企业债券评级及相关研究工作。



徐宁怡

ACCA，布里斯托大学经济、会计与金融学硕士，现任中证鹏元工商企业评级资深分析师，主要从事汽车、机械及城投行业评级及相关研究工作。

# 文旅消费复苏之下，旅投主体怎么看？

◎ 成建志 马琳丽 胡长森

## 一、旅游景区的分类及运营模式

旅游行业自身的特殊性决定了旅游投资相比其他行业投资具有一些不同的特点：如旅游产品消费具有较强的季

节性，旺季可能会超负荷运转，淡季可能出现入不敷出；文化性旅游投资项目投资规模大、回收期长；旅游行业对外部环境敏感度较高，运营风险较高等。

表1 旅游投资的主要特点

特征	具体表现
季节性	旺季可能会超负荷运转，淡季可能出现入不敷出
文化性	旅游投资项目通常具有一定的文化内涵
风险性	旅游项目资产具备不可转移性，投资大，回收期长；对外部环境敏感度较高，运营风险较高
准公益性	投资的部分项目具有一定的公益或准公益属性，多数为国企主导

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

根据旅游资源的类型及景区的成因，可以将景区归类为自然资源旅游景区、人文资源旅游景区及人造主题类景区。根据我国相关规定，景区资源的所有权归政府所有，名义由国家统一管理，地方行政部门属于代管，但实际管理和运营权主要在地方政府并进一步分散于各部门，涉及

到的管理部门包括园林局、国资委、旅游局等。对于自然资源、人文资源等以公共资源为依托所建成的旅游景区，其运营方式有国有国营、所有权与经营权分离两种；对于并非利用公共资源所建设的人造主题类景区，更多为市场化经营。

表2 景区类型及运营模式

景区类型	特点	运营模式
自然资源旅游景区	以地质地貌、水体、气象气候、动植物等自然地理要素为依托所建成景区，如华山、九寨沟等	① 国有国营
人文资源旅游景区	包括人文景物、文化传统、民情风俗、体育娱乐等几类，如少林寺、苏州园林、颐和园等	② 所有权与经营权分离
人造主题类景区	人工制造的景区，以主题乐园为主，如迪士尼乐园、欢乐谷等	市场化经营

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

**门票定价相关政策：**一般情况下，门票为旅游景区较为稳定的收入来源，但由于公共旅游资源具有一定的公益属性，景区部分产品如门票和索道等收费标准实行政府定价或者政府指导价，接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面存在一定限制。从门票收费权的归属来看：

(1) 部分运营主体拥有门票收费权，但收入需按照一定比例与政府分成，如黄山旅游集团有限公司（以下简称“黄山旅游”）与黄山风景区管理委员会签订了授权其管理黄山风景区门票事宜的协议，每年门票收入黄山旅游留存50%，另外50%上交管委会；

(2) 部分主体没有门票收费权，政府按一定比例对运营主体给予补贴，如陕西华山旅游集团有限公司（以下简称“华山旅游”）负责经营华山旅游及配套服务，但公司并没有华山景区门票收费权，其主要收入来源为华山管委会按照签订的《综合服务协议》所支付的劳务服务费及门票补贴收入，其中门票补贴收入为华山景区管委会将景区门票收入的45%以补贴形式支付给公司，2017年起，这一比例提高至53%。2019年，华山旅游与华山景区管委会重新签订了期限为20年的《华山景区购买服务协议》，约定华山旅游提供华山景区公共设施维护、卫生清洁及安全保卫等十一项服务，华山景区管委会每年支付年度综合服务费合计2.80亿元，同时根据国民经济发展情况适时考虑递增比例。

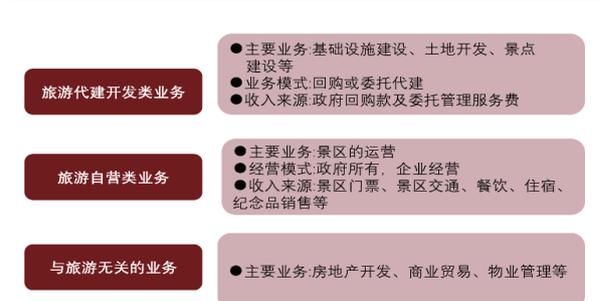
**旅游开发模式：**根据旅游开发主体是否拥有旅游资源经营权可划分为两大类——无经营权的代建模式和拥有经营权自建自营模式，两者的盈利模式、市场化程度具有较大差异：

(1) 代建模式下，旅投公司作为项目主体，在地方政府的“委托”下代理旅游项目的投融资，期间政府会提供一定程度的财政支持以保障缺乏盈利能力的代建主体顺利

完成项目。这个过程与一般城市内部区域公益项目的建设模式并无二致。

(2) 自建自营模式下，旅投企业取得旅游片区的土地使用权并对其进行项目建设，建设完成后由其负责经营和管理，因此在项目建设完成后，企业可以通过未来的运营收入补偿项目的前期投入，具体包括景区门票收入、景区交通运输收入、旅游产品销售收入、餐饮、住宿、旅游资讯服务等收入。在此种模式下，业务市场化运营程度较高，企业拥有较为优质的经营性资产和稳定的现金流来源，其偿债能力得到一定保障。目前旅投企业只单纯从事旅游代建业务的较少，绝大多数企业都兼有代建及自营业务，同时仍有相当数量的旅投企业从事房地产开发、贸易、物业管理等与旅游无关的业务，尤以省属大型旅投集团居多。

图1 不同旅游开发模式对应的旅投业务类型



资料来源：公开资料、中证鹏元整理

## 二、旅投类发债主体观察

根据主营业务和企业属性进行筛选，本文筛选出了具有公开资料且数据较为完整的旅投类国企发债样本55家（截至2023年8月末）。

### 1. 主体资质观察

从从事业务的属性看，样本主营业务中包括城投类业务的主体有28家，占比51%，代表性的有西安曲江文

化控股有限公司（以下简称“曲文控”）、湖北文化旅游集团有限公司（以下简称“湖北文旅集团”）、扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖文旅”），该类主体通常归属于城投体系；主要从事旅游投资开发的地方类国企（无城投类业务）有27家，占比49%，代表性的有北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“首旅集团”）、陕西旅游集团有限公司（以下简称“陕旅集团”）、黄山旅游、四川省峨眉山乐山佛旅游集团有限公司（以下简称“峨眉山旅游”），该类主体通常归属于产业类国企体系。综合来看，样本企业中过半数仍在当地从事基础设施建设等城投类业务。

从省份分布来看，江苏省和浙江省居于前列，均有9家，重庆旅投类主体数量为8家，排名第三，陕西省旅投主体数量也较多，排名第四。文旅资源分布和交通便利性是影响旅投类业务开展的重要因素，其中景区的分布具有较大的地域差异性，如前所述，筛选出的旅投类发债样本中，约40%的样本位于华东区域，其中江苏省和浙江省合计18家，这与当地丰富的旅游资源密不可分，截至2022年末，我国共318家5A级景区，华东地区亦为分布最多的区域，其中江苏省（25家）和浙江省（19家）排名前二，新疆维吾尔自治区（17家）、四川省（16家）、河南省（15家）和广东省（15家），分别位列三至六位。

图2 旅投类主体省份分布情况



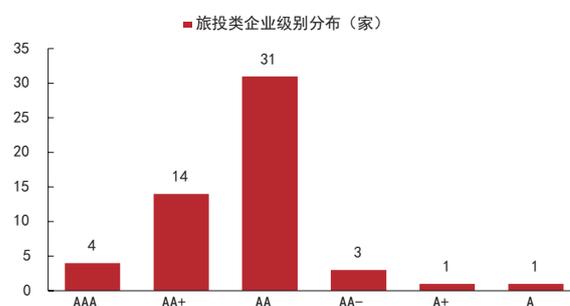
资料来源：ifind、公开资料，中证鹏元整理

从55家样本主体信用资质来看，AA级主体占比最高，达56%；其次为AA+级主体，占比为25%，整体来看主体资质偏向一般。但我们也观察到，部分拥有优质5A级景区资源的旅投主体如黄山旅游（AAA）、峨眉山旅游（AA+）、浙江舟山旅游集团有限公司（AA+）凭借优质的景区资源禀赋而获得了较高的信用评级。

从行政级别来看，样本的行政级别以地市级和区县级为主，占比分别为45%和36%，其次为省级平台，园区平台数量较少，仅有1家样本的第一大股东为景区管委会（归为园区类）。从第一大股东性质看，55家样本主体中，第一大股东为当地国企（城投、国资运营公司等）的占到55%，当地国资委（国资局或国资管理中心等）占到38%，当地人民政府、财政局或管委会占到7%左右。

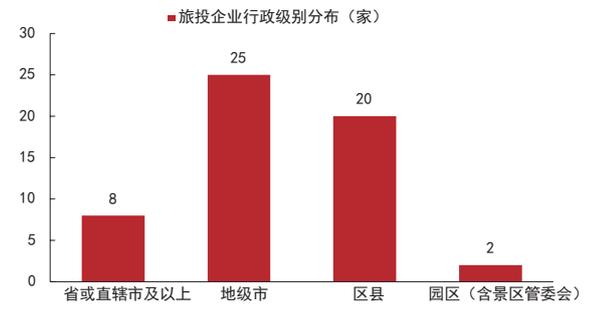
发债旅投企业的第一大股东多为当地较大的城投公司或国资运营公司，也与近年来的地方平台整合趋势相关，多数地区为整合组建新平台，通常将经营旅投板块的城投平台划入到新设的地方主平台或大型国资公司名下，因此筛选出的样本主体也呈现出当地国企（城投、国资运营公司等）所控制的比重较高的现象。

图3 旅投类主体评级分布情况



注：样本中含1家无主体级别样本。  
资料来源：ifind、公开资料，中证鹏元整理

图4 旅投类主体行政级别分布情况



注: 云南世博旅游实控人为国务院国资委, 为国家级。  
资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理。

## 2. 景区资源禀赋及盈利状况观察

发债旅投主体所辖核心资产: 旅投主体的主要盈利模式为景区核心资产运营, 主要包括门票收入、除门票外的景区内资源的其他收入、景区租赁物业管理收入等, 其中景区位于产业链的核心位置, 景区门票收入对于企业而

言, 仍是毛利率最高、最主要的盈利来源。从披露景区景点的样本企业看, 包含5A级景区的主体数量有32个, 以浙江省数量最多, 江苏、陕西、四川、重庆等也排名居前。除钟山、普陀山、华山、漓江等少数5A景区外, 多数样本主体都具有景区门票收费权。

其中舟山旅游、峨眉山旅游、陕旅集团、黄山旅游运营核心景点皆为首批5A级景区, 稀缺性较高; 游客方面, 湖北文旅集团、云南世博旅游由于运营景区数量多, 无锡灵山文化旅游集团有限公司 (以下简称“无锡灵山”)、杭州西湖文化旅游投资集团有限公司 (以下简称“杭州西湖文旅”) 由于所运营景区处长三角核心区域, 客流量均较高; 而苏州市吴中文化旅游发展集团有限公司、绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司等区县级主体运营的景区如苏州太湖园博园景区、天池花山、启园、紫金庵等知名度有限, 客流量相对较小。

表3 包含5A级景区的样本企业情况

省份	地级市	区县	发行人	股权层级	景区名称	2022游客数量 (万人)
浙江省	杭州市	西湖区	杭州西湖文化旅游投资集团有限公司	区级	西溪湿地 (5A)	436
浙江省	湖州市	南浔区	湖州南浔旅游投资发展集团有限公司	区级	南浔古镇 (5A)	155.09
浙江省	绍兴市	绍兴市	绍兴市文化旅游集团有限公司	市级	鲁迅故里 (5A)、沈园 (5A) 和其他4个4A	48.94
浙江省	舟山市	舟山市	浙江舟山旅游集团有限公司	市级	普陀山风景名胜 (5A)	未披露
浙江省	嘉兴市	嘉善县	浙江西塘旅游文化发展有限公司	县级	西塘古镇 (5A)	294.7
浙江省	杭州市	淳安县	淳安县国有资产投资有限公司	县级	淳安千岛湖景区 (5A)	未披露
江苏省	南京市	--	南京旅游集团有限责任公司	市级	幕燕滨江风貌区、钟山风景区 (5A)、南京夫子庙秦淮风光带 (5A)	未披露
江苏省	扬州市	--	扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	市级	瘦西湖风景区 (5A)	201.8
江苏省	无锡市	--	无锡市文化旅游发展集团有限公司	市级	鼋头渚风景区 (5A)、惠山古镇景区 (包含惠山古镇和锡惠景区) (5A)、动物园·太湖欢乐园 (4A)、蠡园 (4A) 和梅园 (4A)	68.51
江苏省	无锡市	--	无锡灵山文化旅游集团有限公司	景区管委会	灵山胜境景区 (5A)、拈花湾景区和尼山圣境景区	灵山胜境 (140.04)
陕西省	西安市	--	陕西旅游集团有限公司	省级	华清池 (5A)、少华山 (4A)	华清池 (153.37)、少华山 (12.18)
陕西省	延安市	--	延安旅游 (集团) 有限公司	市级	宝塔山 (5A) 及另外3个3A景区	68.51
陕西省	渭南市	--	陕西华山旅游集团有限公司	市级	华山 (5A)	126.9
陕西省	西安市	曲江新区	西安曲江文化控股有限公司	市级	西安大雁塔·大唐芙蓉园景区 (5A)、西安城墙·碑林历史文化景区 (5A)、大明宫国家遗址公园 (5A)、曲江海洋极地公园 (4A)	未披露
重庆市	--	南川区	重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	区级	金佛山 (5A)	162.1
重庆市	--	酉阳县	酉阳县桃花源旅游投资 (集团) 有限公司	县级	酉阳桃花源 (5A)、龚滩古镇 (4A)、酉阳神龟峡 (4A)、叠石四面山 (5A)	桃花源 (174.05) 万、龚滩古镇 (141.28)
重庆市	--	江津区	重庆市四面山旅游投资有限公司	区级	四面山 (5A)	91
重庆市	--	武隆区	重庆市武隆喀斯特旅游产业 (集团) 有限公司	区级	芙蓉洞 (5A)、天生三桥 (5A)、仙女山 (5A)、武隆地缝 (4A)	芙蓉洞 (20)、天生三桥 (218)、仙女山 (124)、武隆地缝 (124)
重庆市	--	重庆市	重庆旅游投资集团有限公司	省级	阿依河、乌江山峡 (5A) 和3个4A	阿依河、乌江山峡 (59)
重庆市	--	大足区	重庆大足石刻旅游集团有限公司	区级	大足石刻 (5A)	未披露
安徽省	黄山市	--	黄山旅游发展股份有限公司	市级	黄山 (5A)	318.28
广西省	桂林市	--	桂林旅游股份有限公司	市级	漓江 (5A) 及另外8个4A景区	未披露
四川省	峨眉山市	乐山市	四川省峨眉山乐山佛旅游集团有限公司	市级	峨眉山 (5A)	256.52
福建省	泉州市	--	泉州文化旅游发展集团有限公司	市级	清源山 (5A)	未披露
福建省	福州市	--	福建省旅游发展集团有限公司	省级	泰宁九龙潭 (5A)、柘荣鸳鸯草场 (3A)	泰宁九龙潭 (18.06)、柘荣鸳鸯草场 (10.34)
江西省	南昌市	--	江西省旅游集团股份有限公司	省级	恩施腾龙洞 (5A)、鄱阳湖国家湿地公园 (4A)、新余仙女湖 (4A)	腾龙洞 (56.45)
江西省	鹰潭市	--	鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司	市级	龙虎山 (5A)	50.78
湖北省	--	--	湖北文化旅游集团有限公司	省级	长阳清江画廊 (5A)、屈原故里景区 (5A)、恩施大峡谷 (5A)、古隆中景区 (5A) 和12个4A和5个3A	恩施大峡谷 (152)、长阳清江画廊 (25.44)、古隆中 (36.14)
云南省	昆明市	--	云南世博旅游控股集团有限公司	国家级	昆明世博园 (5A)、恐龙谷 (4A)、轿子雪山 (4A)、九乡 (4A)、老君山 (4A) 等	昆明世博园 (155.00)、恐龙谷 (72.33)、轿子雪山 (20.87)、九乡 (56.50)、老君山 (2.41) 等

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

除上述运营5A级景区的样本以外，含有4A级景区的样本企业有22家，可见样本中多数企业具有一定的景区资源优势，这些景区开发相对成熟、门票收入较为稳定，市场化属性高。

表4 包含4A级景区的样本企业情况

省份	地级市	区县	发行人	股权层级	景区名称	2022游客数量（万人）
北京市	--	--	北京首都旅游集团有限责任公司	省级	海南南山文化旅游区（4A）、宁夏沙湖生态景区、北京野生动物园、环球主题公园	南山景区（336）、环球主题公园（166）
浙江省	绍兴市	上虞区	绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司	区级	中华孝德园（4A）	17.21
浙江省	杭州市	余杭区	杭州临平旅游开发有限公司	区级	超山风景区（4A）	99.31
浙江省	杭州市	桐庐县	桐庐县文化旅游投资集团有限公司	县级	瑶琳仙境、严子陵钓台、大奇山国家森林公园	瑶琳仙境（33.93）、严子陵钓台（18.73）、大奇山国家森林公园（24.42）
江苏省	南京市	江宁经开区	南京牛首山文化旅游集团有限公司	园区	牛首山（4A）	138.71
江苏省	南京市	栖霞区	南京栖霞山旅游发展有限公司	区级	栖霞山风景区（4A）	99
江苏省	南京市	高淳区	南京高淳文化旅游投资有限公司	市级	固城湖、高淳老街、桤溪国际慢城、游子山等	未披露
江苏省	苏州市	吴中区	苏州市吴中文化旅游发展集团有限公司	区级	苏州太湖园博园景区、天池花山、启园、紫金庵	苏州太湖园博园景区（9.8）、天池花山（10）、启园（10.5）、紫金庵（3.5）
江苏省	苏州市	虎丘区	苏州高新旅游产业集团有限公司	区级	苏州乐园、徐州乐园	苏州乐园（133.22）、徐州乐园（85.91）
陕西省	西安市	--	西安旅游集团有限责任公司	市级	西安秦岭野生动物园（4A）、陕西翠华山国家地质公园、秦岭朱雀国家森林公园和太平国家森林公园	未披露
重庆市	--	彭水县	重庆九黎旅游控股集团有限公司	县级	蚩尤九黎城风景区（4A）	未披露
重庆市	--	涪陵区	重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	区级	武陵山大裂谷（4A）、816工程景区（4A）	未披露
安徽省	亳州市	--	亳州文化旅游控股集团有限公司	市级	5个4A和7个3A等20多个景区	未披露
安徽省	池州市	--	安徽九华山文化旅游集团有限公司	市级	大愿文化园（4A）、秋浦胜境景区（4A）	81.95
广西壮族自治区	南宁市	--	广西旅游发展集团有限公司	省级	其中三江程阳八寨景区为（4A）、级景区，贺州紫云洞景区（3A）	未披露
广西壮族自治区	玉林市	--	玉林交通旅游投资集团有限公司	市级	大容山森林公园（4A）、都峤山风景区（4A）、容州古城景区（含真武阁）（4A）和五彩田园（4A）	大容山（36）、都峤山（47.73）、容州古城（35.85）
四川省	成都市	--	成都文化旅游发展集团有限责任公司	市级	西岭雪山风景区（4A）、宽窄巷子景区	西岭雪山（78.59）
四川省	巴中市	--	巴中市文化旅游发展集团有限公司	市级	光雾山景区（4A）、米仓山国家森林公园（4A）、诺水河风景区（4A）	光雾山景区（51.99）、米仓山国家森林公园（32.62）
河南省	开封市	--	开封市文化旅游投资集团有限公司	市级	龙亭公园（4A）、铁塔公园、天波杨府等	龙亭公园（120.72）
山东省	青岛市	西海岸新区	青岛西海岸旅游投资集团有限公司	区级	大珠山、小珠山、琅琊台、金沙滩、银沙滩、唐岛湾等	未披露
贵州省	六盘水市	盘州市	贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	县级	妥乐古银杏景区（4A）、乌蒙大草原景区（4A）、刘官胜境温泉（4A）、娘娘山湿地公园景区（4A）等	未披露
海南省	三亚市	--	三亚旅游文化投资集团有限公司	市级	天涯海角景区（4A）、大小洞天景区和鹿回头景区	天涯海角景区（181.79）、大小洞天景区（79.87）和鹿回头景区（68.25）

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

除了门票收入以外，旅投主体主营收入中涉及到的来自景点资源的经营收入主要还包括：

(1) 景区内交通、运输收入，比如索道业务，景区内摆渡业务。该类业务在景区内具有垄断优势，运营所得收入扣除运营成本均全数计入旅投企业的利润，盈利能力强。如陕旅集团负责运营华山风景区内的华山西峰索道和少华山索道，2022年华山西峰索道实现收入1.08亿元，在陕旅集团的旅游业务收入中占比近10%。

黄山旅游集团负责运营黄山旅游风景区内的四条索

但除此之外，截至2022年末，我国共有318家5A级景区，相当多的5A级景区资源仍掌握在地方政府行政单位名下，而并未包含在旅投企业名下。

道，分别是云谷索道、太平索道、玉屏索道和北海观光缆车，2022年四条索道共接待游客308.95万人次，实现索道收入2.27亿元，贡献了黄山旅游集团旅游板块12.6%的收入；且索道业务营业成本主要为折旧费、运营成本和人工费等，运营成本不高，业务毛利率较高，2022年该项业务毛利率达到67.71%。

以上景区索道、交通业务依存于固定的景区所在地，还有不少旅投企业通过旅游相关的外延业务实现增收，如酒店业务、旅行社业务、以及表演等旅游服务。

(2) **酒店收入**：如样本中黄山旅游下属酒店、商务旅馆共13家，其中四星级6家，五星级1家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，其中黄山风景区内的7家酒店旅馆在景区内具有垄断性。2022年酒店板块实现收入2.40亿元，贡献了黄山旅游集团旅游板块收入的13.34%。但该板块业务的毛利率存在较大波动，2022年因客房整体入住率低于40%，毛利率仅为1.45%，2023年上半年显著恢复到30%左右。

与黄山旅游类似，峨眉山旅游运营红珠山宾馆、峨眉山大酒店、金顶大酒店和成都雪芽大酒店等。2022年峨眉山旅游集团酒店板块收入1.32亿元，毛利率呈亏损状态，2023年上半年恢复到13%左右。

(3) **旅行社业务收入**：如样本中陕旅集团的旅行社业务由子公司陕西中国旅行社有限责任公司（以下简称“陕中旅”）和陕西海外旅游有限责任公司（以下简称“陕海外”）负责，主要提供入境旅游、出境旅游和国内旅游服务，陕旅集团是陕西省内较早经营入境旅游及出境旅游的单位之一，旅行社业务的运营模式包括传统旅行社组团和接待为主的经营模式，盈利来源于客人团费和代客人支付房、餐、车费等赚取的差价。截至2022年末，陕旅集团下属的陕中旅和陕海外合计拥有省内旅行社门市部123家，分公司86家，但旅行社板块受行业需求下滑影响较大，业绩修复较慢，2022年陕旅集团的旅行社业务实现收入3.15亿元，毛利率仅为2.82%，2023年上半年毛利率水平仅为3.4%，整体来看毛利率水平较低，且陕中旅和陕海外两个子公司2023年上半年继续亏损。

(4) **表演收入**：如陕旅集团的演艺收入主要来自华清池景区内运营的《长恨歌》剧目演出，2022年该商业演出共接待观众31.88万人次，实现收入0.76亿元；2023年上半

年负责运营该演出的陕旅集团子公司陕西长恨歌演艺文化有限公司净利润为1.92亿元，同比大幅增加。

(5) **配套服务收入**：主要包括景区导游讲解服务、网络售票服务收入（通过电子商务形式预定门票、索道票等）、景区停车费、保险手续费等。如陕旅集团的电子商务业务收入主要来源于全资子公司陕西骏景旅游发展集团有限公司（以下简称“骏景集团”）的子公司骏途网。骏途网通过自主搭建的互联网销售平台，向OTA、团购网站等线上机构客户以及个人用户提供景区电子门票、酒店预订以及旅游线路等产品的线上预订服务，通过销售价格与采购价格之间的差价以及向上游供应商提供在线旅游技术服务收取的技术服务费实现盈利。2022年，陕旅集团的电子商务业务收入和毛利润分别为1.01亿元和0.08亿元。

(6) **地产、贸易、其他非旅游类业务**：从筛选出的产业类国企样本看，也存在相当一部分样本的旅游业务收入占比低于50%，除单纯景区投资外，部分主体还从事“景区+地产”的复合型投资，打造度假区、景区住宅等，如黄山旅游开发了黄山市内多个房地产项目，2022年其房地产板块收入为8.66亿元，在总收入中占比接近50%，同时其房地产项目去化存在放缓趋势，2022年黄山旅游的房地产业务实现销售现金回流2.98亿元，同比下降56.95%。此外，泉州文旅、福建省旅游集团从事较大规模的贸易业务（收入占比超过50%、90%），杭州西湖文旅的物业租赁及物管业务（超过40%）、无锡市文化旅游发展集团有限公司的园林工程业务（超过70%）占比也较高。

整体来看，景区资源及门票收入给旅投企业带来的收入较为有限，仍需要依靠旅游相关业务而实现增收，其中景区交通、表演的利润率较高，收益较为丰厚，酒店、旅行社业务受外部环境影响较大，波动性大、盈利相对较弱。

表5 归属于产业类国企的旅投样本收入构成情况（单位：亿元）

发行人	区域	主体级别	2022年总收入	22年旅游板块业务收入	门票	酒店	旅行社	交通	其他
北京首都旅游集团有限责任公司	北京市	AAA	365.05	365.05	✓				
杭州西湖文化旅游投资集团有限公司	西湖区	AA+	3.62	0.68	✓			游船	物业租赁及物管业务
云南世博旅游控股集团有限公司	云南省	AA+	8.04	7.18	✓	✓	✓	旅游车、出租车	
陕西旅游集团有限公司	陕西省	AA	40.23	14.03	✓	✓	✓	索道	表演
泉州文化旅游发展集团有限公司	泉州市	AA+	30.60	1.36	无门票收费权，按比例返还				贸易
南京牛首山文化旅游集团有限公司	江宁经开区	AA	1.29	0.96	✓				景区服务
无锡市文化旅游发展集团有限公司	无锡市	AA+	8.98	2.38	✓				园林工程
黄山旅游集团有限公司	黄山市	AAA	18.02	7.79	✓	✓	✓	索道	旅游地产、旅游服务
无锡灵山文化旅游集团有限公司	无锡市	AA+	14.85	4.11	✓				
三亚旅游文化投资集团有限公司	三亚市	AA	3.23	1.46	✓				会展服务和商铺租赁
福建省旅游发展集团有限公司	福建省	AA	155.10	4.29	✓			索道	
陕西华山旅游集团有限公司	渭南市	AA	4.84	4.84	无门票收费权，按门票收入一定比例补贴	✓	✓	客运	
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团有限公司	乐山市	AA+	5.77	3.00	✓	✓	✓	索道、观光车	
苏州高新旅游产业集团有限公司	虎丘区	AA-	2.24	2.22	✓				
安徽九华山文化旅游集团有限公司	池州市	AA	1.07	0.51	✓				

资料来源：公开披露的评级报告，中证鹏元整理

除上述归属产业类国企的旅投样本外，仍存在较大比例的归属于城投类的样本主体，其所从事的城投类业务主要包括基础设施代建、保障房建设等。

如湖北文旅集团为2021年湖北省委省政府首批改革重组的五家省属企业之一，在产业布局上围绕文化旅游发展关联产业，形成了文化旅游、产业金融、商贸物流、新型城镇建设四大产业板块，新型城镇建设业务采用对湖北省内优质区域进行土地整理、基础设施建设和房地产二级开发合作作业的模式运营。2022年湖北文旅集团营业收入中旅游收入占比为19.09%，而贸易收入占比超过80%。

曲文控是西安市旅游资源综合开发运营平台，对西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等具有较强垄断性，管理运营西安市多个标志性旅游景点，主要包括曲江区内大雁塔北广场、大唐芙蓉园、唐大慈恩寺遗址公园、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园及曲江海洋馆等，曲文控运

营景点中唐大慈恩寺遗址公园、大雁塔北广场、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园和贞观文化广场为开放式景区，2022年收费景点只有曲江海洋馆（全价180元/人次），2023年4月起大唐芙蓉园（全价120元/人次）重新恢复收费，收费景区的经营收入归其所有；对于归属政府的景区由曲文控代为经营管理，双方签订景区管理服务协议，约定抽取一定限额的经营收入补偿运营管理成本，超过限额部分与政府分成，不同景区分成比例不同。2022年曲文控营业收入主要来自文化旅游商业经营、景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产。其中旅游业务（不含影视、演出、会展等）收入仅有9.98亿元，占比不到5%；文化产业（工程）项目及景区基础设施建设收入合计超过30%，房地产收入接近30%。

样本中从事城投业务的主体其旅游板块收入的贡献均较小，稍高的仅有桐庐县文化旅游投资集团有限公司、重庆大足石刻旅游集团有限公司，二者均为区县级平台且自身收入规模很小。

图表6 归属城投类的旅投样本收入构成情况（单位：亿元）

发行人	区域	主体级别	2022 总收入	22年旅游板块业务收入	旅游板块收入占比	旅游业务内容	城投类业务内容
湖北文化旅游集团有限公司	湖北省	AAA	261.67	19.09	7.30%	门票收入	特色小镇、文旅园区建设运营
西安曲江文化控股有限公司	西安市 曲江新区	AAA	241.19	9.98	4.14%	门票、经营性项目运营、景区受托管理等	景区基础设施代建
绍兴市文化旅游集团有限公司	绍兴市	AA+	46.37	4.92	10.61%	门票收入	旅游基础设施建设
广西旅游发展集团有限公司	广西省	AA+	38.00	8.31	21.87%	门票收入、演出收入	保障房建设
开封市文化旅游投资集团有限公司	开封市	AA	31.05	0.73	2.35%	门票收入、物业出租、旅游产品销售收入	基础设施代建、土地整理
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	涪陵区	AA	18.70	0.98	5.24%	门票收入	基础设施代建
青岛西海岸旅游投资集团有限公司	西海岸新区	AA	17.55	2.45	13.96%	门票收入	土地开发与基础设施建设
淳安县国有资产投资有限公司	淳安县	AA	15.28	0.79	5.17%	门票业务收入	代建业务
重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	南川区	AA	14.87	1.05	7.06%	门票收入	基础设施代建
湖州南浔旅游投资发展集团有限公司	南浔区	AA	13.52	0.33	2.44%	门票收入、停车费收入、游船收入、导游收入	基础设施代建
成都文化旅游发展集团有限责任公司	成都市	AA+	12.56	2.99	23.81%	门票收入、索道、酒店	基础设施代建
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	扬州市	AA+	12.09	3.35	27.72%	门票收入、游船收入	旅游工程代建
亳州文化旅游控股集团有限公司	亳州市	AA	11.78	2.74	23.26%	门票收入、旅游纪念品	土地整理、代建
玉林交通旅游投资集团有限公司	玉林市	AA	10.24	0.54	5.27%	门票收入、餐饮收入	代建业务
重庆市四面山旅游投资有限公司	江津区	AA	9.70	0.54	5.57%	门票收入、娱乐设施收入、旅行社收入	景区及周边地区代建
杭州临平旅游开发有限公司	余杭区	AA	8.86	0.10	1.13%	门票收入	土地的一级开发及配套基础设施建设
南京栖霞山旅游发展有限公司	栖霞区	AA	6.26	0.13	2.08%	门票收入	代建业务
南京高淳文化旅游投资有限公司	高淳区	AA	5.34	0.33	6.18%	门票收入、客房餐饮收入等	代建业务
鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司	鹰潭市	AA	3.43	0.91	26.50%	门票收入、酒店收入	景区及周边地区代建
重庆大足石刻旅游集团有限公司	大足区	AA	3.23	1.06	32.79%	门票收入	景区及周边基础设施建设
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	桐庐县	AA	2.05	0.79	38.56%	门票收入及餐饮费收入	代建业务

资料来源：公开披露的评级报告，中证鹏元整理

从行业角度来看，旅游业是第三产业的主要支柱产业；从旅游企业本身看，多数企业盈利在一定程度上仍需要依赖地方政府补贴，因此，企业资质在一定程度上仍受到地区生产总值、旅游总收入、地方财政收入等因素的影响。

从上述城投类样本主体所在区域层级来看，涉及2个省级、7个地市级及10个区县、开发区，上述区域2022年地方GDP均保持正向增长，但增速方面，杭州余杭区、南京栖霞区表现较弱；从一般公共预算收入来看，由于2022年多数区域均受到减税降费影响，一般公共预算收入存在不

同程度下滑，地级市中如扬州市下降超过5%，绍兴市下降超过10%，区县中青岛西海岸新区下降达14.25%，湖州南浔区下降幅度也超过8%；政府性基金收入方面，受到国有土地出让收入下降的影响，样本主体所在区域悉数表现为下滑。

旅游总收入方面，2022年受到宏观等多重因素影响，多数区域同比下降较为明显，但部分区县表现尚可，如2022年重庆涪陵区全年接待游客2,832.27万人次，比上年增长8.8%。实现旅游总收入264.16亿元，增长20.0%。

表7 城投类样本主体所在区域经济、财政及旅游收入情况

区域层级	发行人	区域	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入	一般公共预算收入 增速 (%)	政府性基金收入	基金收入增速 (%)	接待游客 (万人)	旅游收入 (亿元)
省级	湖北文化旅游集团有限公司	湖北省	53,734.92	4.30	3,280.73	-0.08	2,870.84	-26.63	--	--
	广西旅游发展集团有限公司	广西省	26,300.87	2.90	1,687.72	-6.25	1,111.27	-35.73	58,900.00	6,418.33
市级	扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	扬州市	7,104.98	4.30	325.49	-5.40	656.41	-0.39	5,066.27	685.37
	亳州文化旅游控股集团有限公司	亳州市	2,101.50	4.20	148.14	5.59	--	--	2,050.90	160.40
	成都文化旅游发展集团有限责任公司	成都市	20,817.50	2.80	1,722.40	1.46	2,145.92	-1.73	约2亿人次	2,041.80
	开封市文化旅游投资集团有限公司	开封市	2,657.11	4.30	195.00	8.76	147.00	-30.10	4,923.00	221.00
	绍兴市文化旅游集团有限公司	绍兴市	7,351.00	4.40	540.09	-10.55	727.73	-36.98	2,543.50	357.60
	玉林交通旅游投资集团有限公司	玉林市	2,167.46	2.50	76.54	-3.87	60.80	-45.54	4,822.20	529.93
	鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司	鹰潭市	1,237.55	4.90	100.28	8.28	86.23	-2.53	--	--
	西安曲江文化控股有限公司	曲江新区	--	--	42.00	0.43	63.69	-7.14	6,000.00	381.00
区县	湖州南浔旅游投资发展集团有限公司	南浔区	559.24	3.50	39.55	-8.13	50.50	-34.71	--	--
	重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	南川区	421.42	3.40	22.72	-6.31	21.57	-16.56	3,551.00	210.90
	重庆市四面山旅游投资有限公司	江津区	1,330.02	3.20	67.65	9.08	50.34	-33.02	--	--
	杭州临平旅游开发有限公司	余杭区	2,651.25	1.00	352.93	-6.06	525.37	129.11	790.60	119.90
	青岛西海岸旅游投资集团有限公司	西海岸新区	4,691.85	4.80	223.71	-14.25	194.63	-23.94	2,176.50	260.60
	重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	涪陵区	1,504.37	2.60	60.03	-1.49	72.90	-3.90	2,832.27	264.16
	南京栖霞山旅游发展有限公司	栖霞区	1,746.43	1.50	140.79	-7.23	--	--	538.90	74.50
	南京高淳文化旅游投资有限公司	高淳区	1,237.55	4.90	--	--	--	--	--	--
	重庆大足石刻旅游集团有限公司	大足区	817.20	3.30	42.98	-6.48	46.29	-9.40	3,050.70	161.90

资料来源：统计公报、财政预算报告等，中证鹏元整理

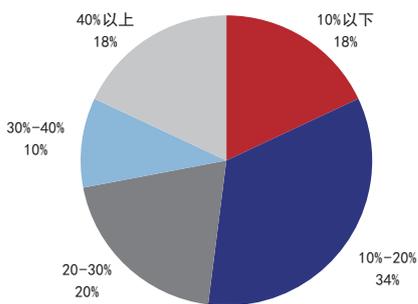
样本盈利状况：从样本旅投主体的毛利率水平来看，毛利率在20%以下的样本占比超过50%，反映出旅投主体的盈利情况整体偏弱。从景区类型来看，不同类型的景区运营毛利率水平存在分化：

(1) 历史文化类景区相对较高，如成都文旅运营的宽窄巷子(2A)、平乐古镇(4A)、五凤溪古镇(4A)景区，福州文旅运营的三坊七巷(5A)景区，近年景区运营毛利率水平超过50%，虽然该类项目建设投入大且周期长，但项目建成投入运营后，依靠物业租赁、房产销售、物业管理费等逐步收回投资，且随着街区客流量上升，包括展会、演出在内的衍生业务也会逐渐发展，整体毛利率水平高；

(2) 其次是自然风光与人文景观类景区，如华山旅游所运营华山风景名胜区(5A)及扬州瘦西湖所运营瘦西湖公园(5A)、宋夹城公园(3A)，景区运营毛利率水平在20-25%左右，自然风光类景区的营收主要依靠门票及景区内服务，景区往往距市区较远且地理情况较复杂，相对人文景观更难形成城市与景区的一体化，衍生业务相对有限；而运营人文景观类景区的旅投企业常承担部分区域基建，更易与旅游地产类业务结合，延伸性较强；

(3) 最后是宗教圣地类景区，如南京牛首山运营的牛首山文化旅游区(4A)，宗教属性使收入来源更多局限于门票及二次消费，景区较难形成大规模，因此运营毛利率水平通常低于20%。

图5 样本毛利率分布情况



资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

表8 各类景区运营毛利率存在分化

景区类型	典型样本主体	相关旅游资源	景区运营毛利率 (近五年平均)
历史文化	成都文旅	宽窄巷子(2A)平乐古镇(4A)五凤溪古镇(4A)	高于50%
	福州文旅	三坊七巷(5A)	高于50%
自然风光	陕西华山	华山风景名胜区(5A)	25%左右
人文景观	扬州瘦西湖	瘦西湖公园(5A)宋夹城公园(3A)	高于20%
宗教圣地	南京牛首山	牛首山文化旅游区(4A)	低于20%

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

此外, 除景区及景区交通以外的业务也不同程度拉低了旅投样本主体的毛利率水平, 如黄山旅游、峨眉山旅游的酒店业务、陕旅集团的旅行社业务毛利率水平均不高;

而与旅游无关的城投类、贸易类业务则利润空间更加微薄。

从利润总额对政府补贴的依赖程度(其他收益/利润总额)看, 多数主体利润较为依赖补贴收入。样本主体中, 舟山旅游补贴依赖超过500%, 鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司超过400%、华山旅游、南京牛首山文化旅游集团有限公司超过300%; 此外, 还有14家主体的补贴收入未能弥补主业亏损金额, 如云南世博旅游(补贴收入0.36亿元, 亏损12.69亿元); 首旅集团(补贴收入3.65亿元, 亏损73.68亿元); 重庆旅游投资集团有限公司(补贴收入0.15亿元, 亏损6.92亿)。

### 3. 投资及债务观察

由于旅游项目本身具有投资规模较大的特点, 部分主体面临较大的投资压力, 从在建项目待投资金额来看, 如南京栖霞山旅游发展有限公司(以下简称“栖霞旅游”)在建工程待投资规模高达118.49亿元, 云南世博旅游116.08亿元、曲文控接近100亿元, 首旅集团、绍兴市文化旅游集团有限公司(以下简称“绍兴文旅”)、重庆市南川区惠农文化旅游发展集团(以下简称“重庆南川惠农文旅”)有限公司也较大。

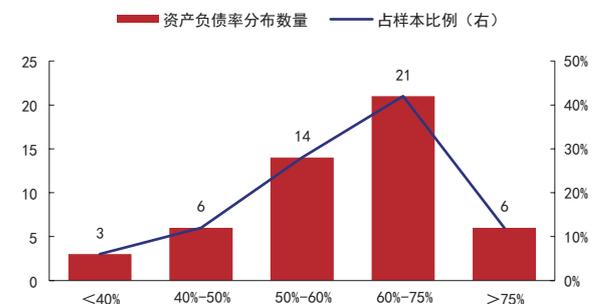
表9 部分样本主体在建项目投资压力较大 (单位: 亿元)

发行人	主体级别	在建项目规模	已投资规模	待投资规模	在建项目名称
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA	508.60	426.26	82.34	北京环球主题公园及度假区项目、首寰度假酒店、贵宾楼项目、北京饭店
西安曲江文化控股有限公司*	AAA	190.68	93.92	96.76	曲江文创中心、电竞产业园、小雁塔历史文化片区综合改造项目、碑林历史文化街区项目等
南京栖霞山旅游发展有限公司	AA	169.51	51.02	118.49	南京栖霞山西部片区城市更新、栖霞山风景区山门广场、长江岸线环境整治工程
云南世博旅游控股集团有限公司	AA+	151.43	35.35	116.08	云旅游服务中心项目、昆明轿子山转龙度假酒店及配套设施建设项目、艺术广场升级改造(昆明故事)、叠虹桥景区、九乡特色旅游小镇提升项目等
绍兴市文化旅游集团有限公司*	AA+	147.94	82.10	65.84	阳明故里整体开发建设项目、越之城整体开发建设项目、古城入口改造提升项目、大禹陵景区提升项目、兰亭研学游和疗休养基地项目等
重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	AA	95.40	21.89	73.51	金佛山景区综合提档升级一期、金佛山北坡景区工程、金佛山整体项目一二期、南川区大观园特色乡村旅游项目等
南京旅游集团有限责任公司	AA+	92.50	66.02	26.48	南捕厅四期示范院落历史文化商业街区项目、钟山风景名胜区旅游服务中心、钟山风景区名胜区东部入口旅游配套设施项目
陕西旅游集团有限公司	AA	91.47	73.22	18.25	金延安项目、陕西国际体育之窗(全运会赛事智慧和新闻新闻中心)
广西旅游发展集团有限公司	AA+	75.68	40.11	35.57	文化产业街区(一期)、文化产业街区(二期)二组团、民族风情产业街区、桂平西山景区旅游度假项目、北海涠洲岛西角旅游集散中心项目、一健游广西项目
成都文化旅游发展集团有限责任公司	AA+	62.35	29.23	33.12	大熊猫生态园三期四期、金沙演艺综合体、金堂县无风古镇旅游基础设施建设项目、宽窄巷子项目二期、都江堰市龙池国际山水旅游小镇配套设施建设工程项目等
陕西华山旅游集团有限公司	AA	59.51	38.22	21.29	潼关古城景区、蒲城县槐院里历史文化街区、华山医养养生中心、华山休闲旅游养生项目、华山冰雪仙境乐园项目、古柏行景观恢复(南段)项目
南京高淳文化旅游投资有限公司	AA	58.14	62.62	-	固城湖生态旅游度假区建设项目、筑城圩和老街历史文化街区保护与整治建设项目、游子山国家森林公园建设项目、南京溧溪国际慢城生态旅游度假区项目等
湖北文化旅游集团有限公司	AAA	55.94	39.47	16.47	流水运动休闲小镇一期项目、仙桃排湖风景区沔阳特色产业配套设施建设项目、黄石东方山文化园小镇建设、三峽茶旅小镇项目
浙江舟山旅游集团有限公司*	AA+	50.14	36.83	13.31	禅意小镇项目、舟山长乔海洋世界科技馆项目
延安旅游(集团)有限公司*	AA	45.43	33.59	11.84	黄帝陵景区游客服务中心、万花山游客集散中心等项目、锦绣黄龙项目、安塞风情园项目、延安凤凰山景区项目、湖塔小镇工程
苏州高新旅游产业集团有限公司	AA-	45.02	32.77	12.25	苏州乐园森林世界、徐州乐园欢乐世界
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	AA	40.02	33.60	6.42	武陵山大裂谷景区工程、816地下核工程景区、周煌故居遗址保护利用工程、涪陵主城区都市区夜间文化旅游项目
西阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	AA	36.06	24.36	11.70	西阳桃花源旅游景区升级改造项目、龚滩古镇、阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设、农旅融合示范项目
重庆市四面山旅游投资有限公司*	AA	33.05	40.59	-	创5A景区建设工程、江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目、四面山文家寨酒店外环境工程、江津区四面山文化旅游服务基础设施项目(一期)游客服务中心
福建省旅游发展集团有限公司	AA	32.16	8.00	24.16	拓茶鸳鸯草场旅游开发项目、将乐县森林康养休闲旅游项目、玉华洞景区夜景景观提升项目、国际青年交流、八闽不夜城项目、鼓浪屿别墅酒店提升改造项目等
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	AA	29.47	21.28	8.19	桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发项目、阆苑养生谷开发项目、红灯笼乡村家园提升改造工程、桐君山提升改造工程、狄浦花海项目、严子陵钓台景区提升改造
泉州文化旅游发展集团有限公司	AA+	20.12	15.06	5.06	泉州古城保护提升(一期)工程、中山路周边古城街巷建筑立面及景观综合提升工程、清源山景区智慧景区项目、龙头山项目、泉州锦绣庄民间艺术园工程等
亳州文化旅游控股集团有限公司	AA	19.65	13.23	6.42	林拥城项目、福寿陵园项目、亳州市北部游客集散服务中心建设项目、郑店子温泉度假区建设项目(亳州尚汤温泉提升改造项目)
黄山旅游集团有限公司	AAA	16.72	7.21	9.51	黄山东海景区开发、黄山旅游大厦、北海宾馆环境整治改造项目
重庆大足石刻旅游集团有限公司*	AA	5.52	-	-	宝顶景区商品房、大足石刻研学活动国际交流中心B区、宝顶学堂、宝顶山圣寿寺牌坊至老街道道路改造工程
无锡市文化旅游发展集团有限公司	AA+	5.40	2.58	2.82	惠山古镇配套工程
青岛西海岸旅游投资集团有限公司	AA	4.27	0.67	3.60	大珠山游客服务中心、竹岔岛旅游基础设施工程
鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司*	AA	2.99	1.38	1.61	龙虎山镇乡村旅游项目、上清古镇改造一期、龙虎山上清天师府大道新建工程二期、上清镇旅游业态提升改造项目
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	AA+	2.21	0.94	1.27	北护城河文化旅游集聚区(一期)、景区综合交通(四条道路)

资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

旅投企业的高投资往往意味着高负债压力, 从负债水平看, 有统计数据的50家样本的资产负债率中位数为62.01%, 整体负债水平较高。资产负债率处于60-75%的样本数量最多(21家), 其次为50-60%(14家), 超过75%的有6家, 最高为曲文控, 达84.43%。

图6 样本主体负债率分布



资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

从短期债务和流动性压力看，货币资金/短期带息债务指标低的主体主要是曲文控、江西省旅游集团、福建省旅

游集团，另外南京牛首山、开封文旅、亳州文旅的短期偿债压力及流动性压力也值得关注。

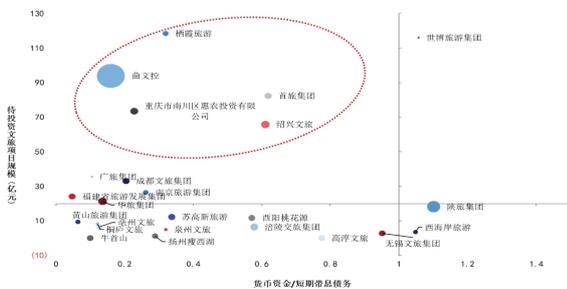
表10 部分样本主体短期债务压力较高（单位：亿元）

发行人	区域	主体级别	货币资金	短期带息债务	货币资金/短期带息债务
西安曲江文化控股有限公司	西安市	AAA	6.19	461.97	0.16
绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司	上虞区	AA	21.34	87.65	0.24
重庆市武隆喀斯特旅游产业（集团）有限公司	武隆区	AA-	9.31	47.29	0.20
陕西华山旅游集团有限公司	渭南市	AA	6.06	44.57	0.14
重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	南川区	AA	8.11	35.52	0.23
成都文化旅游发展集团有限责任公司	成都市	AA+	6.00	29.34	0.20
福建省旅游发展集团有限公司	福建省	AA	1.35	28.94	0.05
南京牛首山文化旅游集团有限公司	江宁经开区	AA	2.68	26.91	0.10
江西省旅游集团股份有限公司	江西省	AA	2.03	26.73	0.08
安徽九华山文化旅游集团有限公司	池州市	AA	3.89	24.35	0.16
开封市文化旅游投资集团有限公司	开封市	AA	2.42	23.25	0.10
四川省峨眉山乐山山大佛旅游集团有限公司	乐山市	AA+	3.63	22.71	0.16
亳州文化旅游控股集团有限公司	亳州市	AA	2.16	17.13	0.13

资料来源：ifind、公开资料，中证鹏元整理

结合待投资文旅项目规模及短期偿债压力来看，曲文控、绍兴文旅、栖霞旅游、首旅集团、重庆南川惠农文旅5家公司面临投资及偿债方面的双重压力。

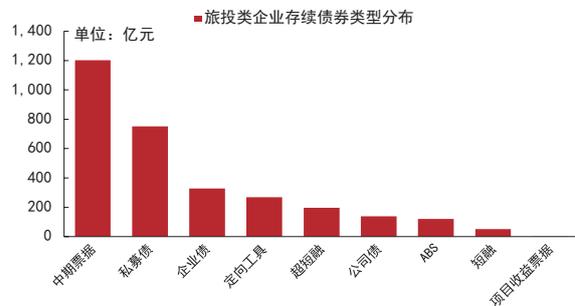
图7 部分样本面临投资及偿债方面的双重压力



注：气泡大小表示短期债务规模。  
资料来源：ifind、公开披露的评级报告等，中证鹏元整理

存量债券530只、3,059亿元。旅投类主体存量债券主要为中期票据、私募债及一般企业债，分别有1,203亿元、751亿元、328亿元，期限分布上，1-4年期债券占比49%，其次为5年期占比23%；期限多于5年或小于1年的占比均不高，显示出样本旅投企业较为偏好使用中长期的银行间市场债务融资工具进行融资。

图8 样本存量债券类型以中票为主

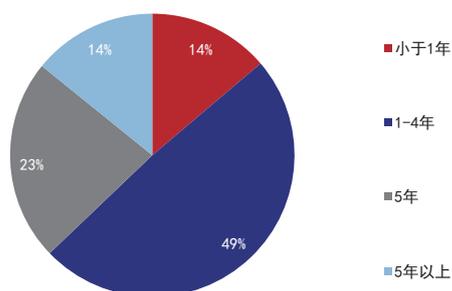


资料来源：ifind、公开资料，中证鹏元整理

#### 4. 融资及盘活存量资产路径观察

存量债券情况：截至2023年8月末，样本旅投主体涉及

图9 样本企业偏好使用中长期融资



资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

截至2023年8月末, 样本中存量债券规模最大的为首旅集团(352.60亿元), 其次是湖北文旅(103.10亿元)、曲文控子公司曲文投(98.30亿元), 此外扬州瘦西湖(82.62亿元)及绍兴文旅(60.00亿元)存量规模也较大, 除首旅集团为产业类国企外, 其他均兼有城投业务。

首旅集团2023年以来发行较为活跃, 共发行8期债券(融资额85亿元), 且由于超短融发行量增加, 平均发行利率有所下降; 2022、2021年分别发行4期(融资额50亿元)、8期(融资额66亿元)。利差方面2023年以来持续呈走低态势, 虽8月以来略有上行, 但总体仍维持在低位。

表11 首旅集团2023年以来债券发行较为活跃

序号	证券名称	发行数量	发行时间	债券余额	发行利率
1	23首旅SCP012	8.00	2023-09	8.00	2.3400
2	23首旅SCP011	8.00	2023-09	8.00	2.3400
3	23首旅SCP010	9.00	2023-09	9.00	2.3400
4	23首旅MTN005	15.00	2023-06	15.00	3.3700
5	23首旅MTN004	15.00	2023-04	15.00	3.6000
6	23首旅MTN003	10.00	2023-03	10.00	3.9300
7	23首旅MTN002	10.00	2023-03	10.00	3.7500
8	23首旅MTN001	10.00	2023-02	10.00	3.1000

资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

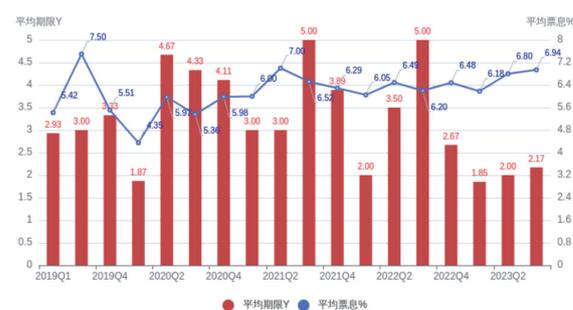
图10 2023年以来首旅集团利差总体仍维持在低位



资料来源: ifind、公开资料, 中证鹏元整理

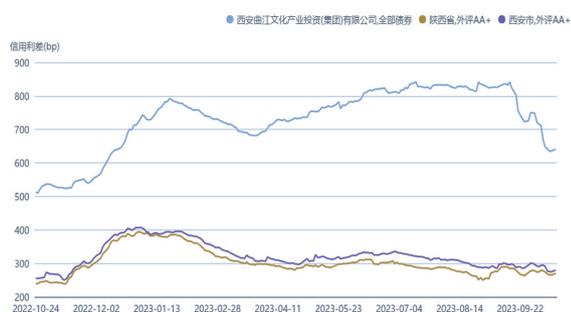
2023年以来曲江新区主体(含曲文控及其下属曲文投等子公司)的债券发行量分季度存在较大波动, 发行平均利率持续走高, 第三季度的发行平均利率达到6.94%; 净融资方面, 2023年前三季度净融资8.45亿元, 净融资量较2021、2020年均有回落。利差方面, 曲文投利差显著高于陕西省及西安市同级别主体的利差水平, 2023年7月母公司曲文控和中国人寿合作设立的四期“中国人寿-曲江文控基础设施债权投资计划”全部落地, 募集资金合计100.00亿元, 得益于百亿保债投资计划的落地而利差有所修复。

图11 曲江新区主体发行平均利率持续走高



资料来源: DM, 中证鹏元整理

图12 2023年7月以来曲文投利差有所修复



资料来源：DM，中证鹏元整理

如前文所述，旅投企业的业务涵盖范围从运营景区资源、景区基建投资、餐饮、旅行社到城市基础设施建设、土地整理、房地产开发、商业贸易等，普遍呈现出投资规模大、回收期长、前期收支不平衡的特点。由此也导致了投资压力大、负债率高、短期偿债压力大等问题。

针对文旅行业投融资面临的矛盾，2022年以来中央和

各地政府出台了一系列政策来支持其良性发展。从政策内容看，集中体现在缓解企业融资困难和盘活资产方面，其中融资利好政策具体包括专项债、增加银行信贷供给、接续贷款延期和推动融资成本稳中有降等，支持力度相对较大。其中专项债方面，2020年-2022年投向文化旅游行业的专项债资金合计2,023.15亿元，资金规模及占比均呈逐年递增趋势，支持及倾斜力度加大。盘活资产方面，鼓励旅投主体开展旅游资产证券化及依托景区项目发行基础设施REITS。

**旅游资产证券化：**A股以自然及人文旅游资源经营为主业的上市公司共16家，具体业务包括景区客运、索道、酒店经营、餐饮及旅行社、演艺等，部分还拥有景区门票经营权。桂林旅游、曲江文旅、峨眉山A黄山旅游等公司均由样本旅投主体控股及参股，上述4家公司上市后直接融资规模均超10亿元。

表12 部分上市公司由样本旅投主体控股及参股（单位：亿元）

证券代码	证券简称	第一大股东	实际控制人	直接融资
000978.SZ	桂林旅游	桂林旅游投资集团有限公司	桂林市政府	12.99
600706.SH	曲江文旅	西安曲江旅游投资(集团)有限公司	曲江新区管委会	12.24
000888.SZ	峨眉山A	四川省峨眉山乐山大佛旅游集团有限公司	乐山市国资委	10.53
600054.SH	黄山旅游	黄山旅游集团有限公司	黄山市国资委	10.46
603199.SH	九华旅游	安徽九华山文化旅游集团有限公司	安徽省国资委	3.34

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

部分区域旅游资源较为丰富但旅游资产证券化程度低，如江西省旅游业收入在中部六省中排名相对靠前，但区域内5A景区经营主体均未上市，也无发债等直接融资行

为，后续如能通过资产证券化推动该类主体上市，也能有效提升区域内旅投企业的信用资质、降低融资成本。

表13 江西区域5A景区经营主体情况

景区名称	是否收费	收费标准	经营主体
婺源江湾景区	是	江湾单独门票:60元/人; 成人通票:210/人	婺源篁岭文旅股份有限公司
明月山旅游区	是	95元/人	江西明月山旅游集团
三清山旅游景区	是	120元/人	三清山旅游产业发展集团有限公司
庐山西海景区	是	100元/人	江西庐山西海国资旅游发展有限公司
庐山风景名胜	是	160元/人	庐山风景名胜区管理局
武功山景区	是	70元/人(萍乡、吉安侧), 95元/人(宜春侧)	萍乡武功山旅游集团
共和国摇篮旅游区	部分收费	罗汉岩景区50元/人, 叶坪景区35元/人, 红井景区30元/人, 其他免费	
井冈山风景旅游区	是	190元/人	井冈山文化旅游集团有限公司
景德镇古窑民俗博览区	是	95元/人	景德镇市古窑民俗旅游有限公司
龟峰景区	是	90元/人(含观光车)	上饶市龟峰旅游产业发展有限公司
滕王阁	是	旺季50元/人, 淡季45元/人	南昌滕王阁文化旅游发展有限公司
大觉山景区	是	50元/人	江西大觉山景区集团有限公司
龙虎山旅游景区	是	230元/人(套票)	江西省龙虎山旅游文化发展(集团)有限公司

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

依托景区项目发行基础设施REITS: 2023年9月27日, 国务院办公厅印发了《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》(国办发〔2023〕36号, 以下简称“36号文”)提到, 鼓励在依法界定各类景区资源资产产权主体权利和义务的基础上, 依托景区项目发行基础设施REITS。当前已经有多个景区在排队申请中。景区基础设施公募REITs的发行, 符合景区投资周期长、回报慢、重资产的行业需求, 既有金融属性, 又有不动产属性, 可以广泛募集各类资金, 盘活存量资产, 提高资源配置效率, 未来还可以通过扩募的方式不断装入旅游景区的扩张部分, 长远来看将实现景区价值的提升。

### 三、旅游消费复苏之下旅投企业的业绩修复情况

2020年以来国内旅游业遭受了前所未有的打击, 2020-2022年国内旅游人次分别仅为2019年的48%、54%、

42%, 国内旅游收入则分别仅为2019年的39%、51%、36%, 不过行业2023年复苏强劲, 2023年上半年, 国内旅游总人次23.84亿, 比上年同期增加9.29亿, 同比增长63.9%; 同期, 国内旅游收入(旅游总花费)2.30万亿元, 同比增加1.12万亿元, 增长95.9%。23年上半年国内旅游人次恢复至2019同期的77% (1月及春节期间仍受影响较大), 国内旅游收入恢复至2019年同期的83%。

图13 国内旅游收入2023年以来强劲复苏



资料来源: ifind, 中证鹏元整理

从旅投企业运营景区的客流来看，近三年大多呈现大幅下滑，但2023年以来已经显著有所恢复，如峨眉山、黄山等。2023年1-6月，峨眉山景区接待游客224.61万人次，

同比增长153.6%，较2019年同期增长16.4%；黄山景区接待进山游客209.16万人，同比增长527.00%。

表14 旅投企业运营景区的客流来看，近三年大多呈现大幅下滑

主体	运营景区	游客数量 (万人次)			增速		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
杭州西湖文化旅游投资集团有限公司	西溪湿地、兰里景区、灵山景区，仅公布西溪湿地游客人次	523.0	436.0	463.0	3.6%	-16.6%	6.2%
湖北文化旅游集团有限公司	恩施大峡谷、长阳清江画廊、荆州古城、古隆中等	378.5	373.6	337.6	-45.5%	-1.3%	-9.6%
云南世博旅游控股集团有限公司	昆明世博园、哈尼梯田、滇池索道、九乡景区等	413.0	416.5	257.6	-40.5%	0.8%	-38.2%
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团有限公司	峨眉山	185.0	256.5	171.5	-53.5%	38.7%	-33.1%
无锡灵山文化旅游集团有限公司	灵山胜境、拈花湾	277.3	303.4	147.0	-47.6%	9.4%	-51.6%
黄山旅游集团有限公司	黄山	174.3	187.2	139.7	-53.0%	7.4%	-25.4%
陕西旅游集团有限公司	华清池、少华山	135.8	165.6	44.6	-70.2%	21.9%	-73.0%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

旅投样本业绩恢复情况：归属于产业类国企的样本业绩修复明显，收入方面，除云南世博旅游、福建省旅游发展集团有限公司下降外，其他公司均增长；利润方面，多

数亦实现同比增加，如黄山旅游净利润同比增长137%，陕旅集团、峨眉山旅游净利润均扭亏为盈，首旅集团净利润大幅减亏41.15亿元。

表15 归属产业类国企的旅投样本业绩修复明显

发行人	区域	主体级别	有无城投业务	2023上半年收入 (亿元)	收入同比变动	2023上半年利润 (亿元)	利润同比增减 (亿元)
北京首都旅游集团有限责任公司	北京市	AAA	无	244.54	↑42.71%	-1.90	↑41.15
杭州西湖文化旅游投资集团有限公司	西湖区	AA+	无	2.50	↑97.04%	-1.59	↑1.03
云南世博旅游控股集团有限公司	云南省	AA+	无	4.07	↓-11.05%	-1.49	↓0.00
陕西旅游集团有限公司	陕西省	AA	无	27.97	↑33.15%	0.70	↑2.27
南京牛首山文化旅游集团有限公司	江宁经开区	AA	无	2.98	↑515.91%	1.11	↑2.50
黄山旅游集团有限公司	黄山市	AAA	无	14.37	↑49.24%	2.49	↑1.44
无锡灵山文化旅游集团有限公司	无锡市	AA+	无	7.42	↑106.66%	0.03	↓-0.85
三亚旅游文化投资集团有限公司	三亚市	AA	无	3.43	↑108.74%	-0.16	↑0.77
福建省旅游发展集团有限公司	福建省	AA	无	105.02	↓-53.89%	-0.09	↑0.05
陕西华山旅游集团有限公司	渭南市	AA	无	3.62	↑375.44%	0.43	↑0.39
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团有限公司	乐山市	AA+	无	6.76	↑117.19%	1.56	↑2.90
安徽九华山文化旅游集团有限公司	池州市	AA	无	1.35	↑518.83%	-0.32	↑0.40

资料来源：ifind，中证鹏元整理

归属于城投平台的样本企业利润修复表现不明显，如2023年1-6月，曲文控营业收入为68.56亿元，同比下降23.49%，主要系房地产收入下降所致；净利润为亏损13.16亿元，亏损小幅增长。

虽然旅游业务产生的收入对各公司的利润贡献较小，但是区域旅游人员增加，可以带动餐饮、交通、住宿、零售等行业的发展，提升区域经济活力，增加就业，在考察旅投企业的经营业绩时，除了看其直接的经济效益外，还应

当考虑其带来的间接经济效益。2023年上半年，受益于文旅行业复苏，西安市GDP增速显著提升，据统计2023年上半年，西安接待国内外游客达到2亿人次，旅游收入超过3,000亿元，西安市2023年上半年的GDP增速为8.2%，在GDP 40强城市中超越福州。除西安市以外，扬州市上半年全市58家A级景区累计接待游客3,251万人次，同比增长114.58%；文旅市场的火爆也带动住宿餐饮市场消费潜

力的释放，上半年扬州限上住宿业营业额同比增长88%，限上餐饮业营业额同比增长55%。全市实现地区生产总值3,417.36亿元，按可比价计算，同比增长6.2%。

因此拥有较多旅游资源的区域，如西安市、扬州市、玉林市、绍兴市，在政府性基金收入减少、财政收支面临一定压力的情况下，依靠旅游盘活带动地方经济仍是可行的发展模式。

表16 城投类样本利润修复表现不明显

发行人	区域	主体级别	有无城投业务	2023上半年收入 (亿元)	收入同比变动	2023上半年利润 (亿元)	利润同比增减 (亿元)
湖北文化旅游集团有限公司	湖北省	AAA	有	161.60	↑87.63%	0.06	↓-1.14
广西旅游发展集团有限公司	广西省	AA+	有	29.48	↑32.08%	0.67	↑0.06
南京旅游集团有限责任公司	南京市	AA+	有	19.68	↑1.13%	2.26	↑1.45
湖州南浔旅游投资发展集团有限公司	南浔区	AA	有	6.47	↓-21.03%	0.82	↑0.14
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	扬州市	AA+	有	13.33	↑71.02%	1.55	↑2.34
重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	南川区	AA	有	5.20	↑15.70%	0.56	↑0.13
亳州文化旅游控股集团有限公司	亳州市	AA	有	1.78	↑40.57%	-1.11	↓-0.38
成都文化旅游发展集团有限责任公司	成都市	AA+	有	7.20	↑31.15%	-1.12	↑0.35
开封市文化旅游投资集团有限公司	开封市	AA	有	5.58	↑16.90%	0.06	↑0.01
绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司	上虞区	AA	有	1.44	↓-34.25%	0.36	↓-0.21
重庆九黎旅游控股集团有限公司	彭水县	AA	有	2.35	↑22.58%	-0.15	↓-0.49
绍兴市文化旅游集团有限公司	绍兴市	AA+	有	23.42	↑7.49%	-0.58	↑1.50
重庆市四面山旅游投资有限公司	江津区	AA	有	4.58	↑8.49%	0.35	↓-0.01
泉州文化旅游发展集团有限公司	泉州市	AA+	有	16.54	↑22.83%	3.12	↑0.80
杭州临平旅游开发有限公司	余杭区	AA	有	2.38	↓-52.85%	0.27	↓-0.36
青岛西海岸旅游投资集团有限公司	黄岛区	AA	有	6.00	↓-50.44%	0.16	↓-0.06
玉林交通旅游投资集团有限公司	玉林市	AA	有	12.90	↑738.78%	-0.22	↑0.14
无锡市文化旅游发展集团有限公司	无锡市	AA+	有	7.02	↑14.70%	-0.20	↓-0.01
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	涪陵区	AA	有	10.22	↑16.65%	0.63	↑0.24
江西省旅游集团股份有限公司	江西省	AA	有	52.07	↑13.85%	1.16	↓-0.73
巴中市文化旅游发展集团有限公司	巴中市	AA	有	13.50	↑115.57%	-0.51	↓-0.43
南京栖霞山旅游发展有限公司	栖霞区	AA	有	2.31	↓-41.10%	-0.55	↓-0.29
重庆市武隆喀斯特旅游产业(集团)有限公司	武隆区	AA-	有	2.25	↑250.60%	0.02	↑0.00
延安旅游(集团)有限公司	延安市	AA	有	2.23	↑39.80%	0.13	↑0.10
贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	盘州市	A+	有	2.68	↓-27.73%	0.76	↑0.57
鹰潭市文化旅游投资发展集团有限公司	鹰潭市	AA	有	1.63	↑50.56%	0.10	↑0.01
重庆旅游投资集团有限公司	重庆市	AA	有	6.90	↑99.26%	-1.36	↑1.61
南京高淳文化旅游投资有限公司	高淳区	AA	有	3.38	↑15.77%	0.20	↓-0.13
重庆大足石刻旅游集团有限公司	大足区	AA	有	1.27	↑48.87%	0.57	↑0.22
苏州市吴中文化旅游发展集团有限公司	吴中区	AA	有	1.60	↑5.89%	0.12	↓-0.06
浙江舟山旅游集团有限公司	舟山市	AA+	有	5.12	↑129.22%	1.21	↑1.59
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	桐庐县	AA	有	0.79	↑7.99%	0.08	↓-0.06
苏州高新旅游产业集团有限公司	虎丘区	AA-	有	2.16	↑221.81%	-0.95	↑0.64
桂林旅游股份有限公司	桂林市	AA-	有	1.96	↑389.75%	-0.05	↑1.37
浙江西塘旅游文化发展有限公司	嘉善县	A	有	0.77	↑620.94%	-0.27	↓-0.35
淳安县国有资产投资有限公司	淳安县	AA	有	9.56	↑143.88%	0.25	↑0.24
西安曲江文化控股有限公司	西安市曲江新区	AAA	有	68.56	↓-23.49%	-13.16	↓-0.75

资料来源: ifind, 中证鹏元整理

## 四、旅投主体信用关注点

### 1. 对于以旅游业务为核心的产业类国企主体，主要关注景区资源禀赋、经营及开发建设等方面：

(1) 景区等文旅资源是其核心资源，主要关注旅游资源禀赋、景区质量等级、是否拥有收费权、客流量、门票收入等。目前多数旅投主体都具有景区门票收费权，但不能获取全部的门票收入。景区部分产品如门票和索道等收费标准接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面存在一定限制。

(2) 从经营层面来看，景区资源及门票收入给旅投企业带来的收入较为有限，仍需要依靠旅游相关业务而实现增收，其中景区交通、表演的利润率较高，收益较为丰厚，而酒店、旅行社业务受外部环境影响较大，波动性大、盈利相对较弱，部分主体的旅行社业务持续亏损。除单纯景区投资外，部分主体还从事“景区+地产”的复合型投资，需要警惕“景区+地产”或多元化经营可能面临的经营风险；

(2) 从开发建设层面来看，景区开发建设通常涉及较大规模的土地开发整理、旅游基础设施建设、旅游设施项目建设及环境整治和维护，投资规模较大；景区开发建设项目建设和资金回笼期均较长，投资回报率也偏低，部分旅投主体的投资压力较大；

(3) 从债务层面来看，旅投企业的高投资往往意味着高负债压力，旅投样本整体负债水平较高，部分旅投主体的短期偿债压力及流动性压力值得关注。

### 2. 对以城投业务为核心的旅游开发主体，主要关注区域基本面、与政府的紧密度及支持程度等：

(1) 区域基本面：区位条件是影响该类主体业务发展的重要因素，区域经济和财政实力强、人口密度大、交通发达的地区可以为该类主体的业务运营提供良好的外部环境；

(2) 关注与政府的紧密度及支持程度：在地方城投体系中，文旅类城投的职能定位与同区域内重要的片区开发、综合城市基建、轨道交通建设、保障房建设等城投企业亦存在一定差异，在城投体系中属于较为小众的类别，上述差异决定了当地政府在城投体系中的资源分配及提供支持的意愿及强度可能相对弱于综合城市基建、轨道交通建设、保障房建设等城投主体。而且通常来说，当地方城投体系出现重组整合动作时，文旅类城投大多系被整合主体。



成建志

上海社会科学院金融硕士，FRM，现任中证鹏元工商企业评级部能源评级部分析师，主要从事地方政府投融资平台评级及研究等工作。



马琳丽

东北财经大学财务管理硕士，中国注册会计师协会非执业会员，现任中证鹏元能源评级部高级分析师，主要从事能源化工类企业、地方政府投融资平台信用评级及相关领域的研究工作。



胡长森

北京航空航天大学管理科学与工程（金融工程）硕士，具有九年以上评级行业从业经验，现任中证鹏元能源评级部总经理兼工商企业评级副总监，主要从事能源化工类企业、地方政府投融资平台信用评级及相关领域的研究工作。



# Special Research

CSCI PENGYUAN

---

专题研究

## 名单制卷土重来，城投公司该如何应对？

◎ 研究发展部 袁荃荃

自7月24日政治局会议提出“制定一揽子化债方案”后，城投债市场仿佛进入“新时代”。一方面，火爆行情之下，弱区域的信用环境迎来拐点，高收益城投债被快速“消灭”，城投债“刚兑”属性阶段性强化；另一方面，政策加速变革，传闻中的“3899借新还旧名单”、国办密发至各地的“某文”、交易商协会收紧城投发债等释放出融资强监管的信号，旨在从源头上杜绝城投以任何形式新增隐债。在这一背景下，市场对于城投债的看法变得迷茫。具体来看，一券难求的行情客观上强化了“城投信仰”，催生两种情绪：“不能不信”和“想要去信”，但弱区域在经济、财政、债务等方面并未有实质性改善的现实又令市场“不太敢信”。鉴于此，本文将对政策传闻进行深入剖解，以理清当前城投债所面临的外部形势尤其是监管趋势，并最终为城投公司和投资者提供一些有价值的建议。

### 一、如何理解“3899借新还旧名单”？

“3899借新还旧名单”9月上旬刚传出时，市场看法存在不少分歧；经过两个多月的观察与思考，市场看法逐渐趋于一致。具体来看，到底该如何理解这份名单？推出这份名单的真实意图是什么？这份名单对城投债市场有何影响？本节将尝试对关注度较高的几个问题进行剖析，以期市场提供一定参考价值。

一是，名单制有充分逻辑支撑，故传说中的名单确实存在，但名单内主体的数量未必准确，且其划定的主体与市场口径认定的城投之间存在出入。回溯过去，与城投相关的名单出现过多个版本，比如（原）银保监会融资平台名单（2010年3季度至2018年3季度，2018年4季度停止更新）、财政部融资平台公司债券及中长期支出事项监测平台名单（简称“隐债名单”，自2015年财政部主导第一轮隐债甄别至今）等，而城投公司一旦被列入上述名单则均面临融资层面的各种限制，以防控其过度融资行为及由此引发的金融风险、财政风险等。当前，我国正处在化债攻坚期，确实有必要重新理出一份“借新还旧名单”以锁定涉及隐债的城投，对其新增融资加以约束，进而防控地方隐债风险的持续累积。至于为什么不沿用以往的名单，主要有两个原因：一是出于规避融资约束的目的，或是基于转型发展的客观情况，很多城投公司都宣布“退平台”，早已不在相关名单里；二是地方政府持续推进国企改革，城投公司的整合、重组、合并、新设等情况非常普遍，涌现出的很多“新面孔”也大概率并不在相关名单里。这种情况下，旧有名单实际上已失去可参考性，唯有重新梳理名单才能有针对性地去解决隐债问题。考虑到借新还旧名单并未对外公布，因此市场各方需要综合多种信息（包括但不限于有存续债城投、无存续债但有发债历史的城投、无发债记录但有申报记录的城投、各家机

构自定义口径城投名单等)去做推断。尽管推断出的名单与官方名单之间难免会有差异,但仍具有一定可参考性。至于“3899借新还旧名单”中涵盖的城投数量是否准确,本文认为不必纠结数量,但大概率数量会超出3899家。

**二是,名单本质上偏黑名单属性,名单内的城投发债仅限于借新还旧,新增融资被戴上“紧箍咒”,这解释了为什么没有任何一家城投对外透露自身被列入名单。**不过,名单内的城投在失去新增融资权的同时也能得到一定的“福利”——以特殊再融资债的募集资金置换其体内的隐债,同时被列入名单后,其城投属性相当于再次被官方确认,“真城投”的身份将助力其获得更高的市场认可度,投资者甚至非常愿意相信其存量债券和后续发行的借新还旧债券都将在偿付方面得到政府兜底,违约风险几乎为零,叠加被列入名单后新增债券融资受限,“真城投”债券的供应不可持续,故其存量债券的稀缺性显著提升,因而备受追捧。**反观名单外的主体,发债权限相对更多,发审程序也更复杂。**具体而言,名单外的主体在发债审核环节需接受相关主管部门严苛的“身份辨认”和多重的条件核查。通过对其收入、现金流、资产构成三个方面进行综合判断后,若被认定为城投,进一步考察其是否处于高风险区域(天津、贵州、云南、重庆等重点省市,重点看区域债务率颜色、一般公共预算收入规模等)以及相关监管文件要求的对城建类企业设定的指标测算结果是否达标[如总资产中城投类占比、总收入中城投类占比、净利润中财政补贴占比、政府性应收款占扣除重点关注资产(包括公益性资产,未缴纳土地出让金的土地使用权,无证土地、房屋等)后的净资产比例是否分别低于30%、30%、50%、30%];处于高风险区域或上述指标测算结果不达标则仅能发债用于借新还旧,未处于高风险区域且上述指标测算结果均达标则优先用于借新还旧,同时也允许新增债券发行。另外,借新还旧需至少地级市政府出具带文号

的红头文件,新增发行则需省级政府出具文件。政府出函在内容上包括但不限于公司市场化经营情况、企业政府性收入、政府类应收款项等相关情况真实性、涉隐情况等。若未被认定为城投,则按产业类处理,允许其发债用于实际用途(不限于借新还旧,亦可新增债券发行用于项目建设、补充流动资金等),但需申明为企业债务,不再有政府支持,重点是向投资者明确告知偿债责任由自身承担,地方政府作为出资人仅承担有限责任。

**三是,名单推出的核心目的是锁定城投涉隐主体,允许其针对存量债务进行借新还旧,为债务风险的化解争取时间和空间,同时严禁新增债券融资,切实阻断其通过发债新增隐债的路径。**客观而言,从2018年提出化债十年计划至今,地方政府的化债成绩单并不理想,几乎各地的债务余额和宽口径债务率均持续上升,“一边化解、一边新增”的态势很明显,因此最新的政策导向是全方位抑制住城投不合理的举债冲动,严控其新增融资,同时通过一系列化债举措将债务存量持续压降,否则化债任务的完成将遥遥无期。实际上,推出借新还旧名单的目的就在于从增量端和存量端“双管齐下”,加强对城投债的额度管控,以切实推动化债进程。从增量端来看,经过各方充分研判后推出的名单将哪些城投发债仅限于借新还旧予以明确,相当于是将债券募集资金用途的管理从区域维度(债务率颜色分档)进一步细化到了个体维度,能更为有效地切断城投发债并新增隐债的路径;另一方面,名单外的城投尤其是新设城投在新增债券融资时要求省级政府出具红头文件,各地(尤其是市级、区县级)将老城投改头换面后新增融资进而新增隐债的路径被有效阻断。从存量端来看,实施名单制的积极作用也很大。新一轮特殊再融资债重启后,城投实际上有机会以相关资金去置换掉体内的部分隐债,而这一过程也离不开名单制管理。原因在于:若相关资金在使用和管理上不够精细严格,未能定向投放给最需

要帮扶的城投隐债主体，进而置换掉那些亟需化解掉的隐债（尤其是非标等高息融资），将导致地方错过弥足珍贵的化债窗口期，毕竟下一轮特殊再融资债的发行能否再次启动及何时才能再次启动都存在较大不确定性。

**四是，实施名单制的合理性毋庸置疑，但执行层面还有待进一步明确更多细节，以及及时有效地消除开展业务时所面临的困惑。**目前市场上有观点认为以名单制来限制城投发债属于“一刀切”式的监管，合理性和可行性均有待商榷，不过本文认为：实施名单制旨在通过控制住城投隐债主体的债券存量以防范城投债务风险持续扩张，进而有效阻断城投债务风险向地方政府债务风险的传导，其监管意图与当前地方债务风险高企的客观事实和中央对化债的政策精神均相符，合理性成立；由于执行层面目前并未有更多细节披露，市场上存在不少疑惑，比如名单内城投给当地名单外主体发债提供担保是否被认定为新增融资、名单内城投通过项目实施主体申报项目收益类债券是否被认定为新增融资等，不过本文认为：实施名单制的核心目标是遏增化存，触碰该底线的行为一定不被允许，但在不触碰该底线的基础上所开展的融资、担保等活动不应也不会被全盘否决。例如，地方上的产业类主体要推进一个重点项目，存在为弥补资金缺口而发债融资的需求，拟发行一只企业债或项目收益类债券（项目属性为经营性，预测项目收益能较好地覆盖前期投入和运营成本，相关主体同时作为项目立项批复主体和发债主体），此时名单内城投应被允许为上述主体提供担保，原因在于：从主观来看，相关城投实施该行为的目的并不是通过担保帮助自身变相实现新增融资；从客观来看，相关城投实施该行为大概率不会导致地方隐债的新增。不过，要注意的是，名单内城投在实操过程中一定要遵循“实质大于形式”的原则，坚决避免任何可能导致隐债新增的情形。总之，名单制在具体执行层面还需要相关部门尽快落实细则，以消除市场疑虑。

**五是，是否被纳入名单不能作为判断城投信用资质好坏的标准，被纳入名单并不意味着自此拥有“免死金牌”，未被纳入名单也不意味着失去投资价值。**此次梳理出的“借新还旧名单”很可能是对城投隐债主体的最后一次认定，也即自此之后只有名单内城投体内的存量隐债被官方承认（本质上由地方政府予以兜底）；而名单外城投的相关债务原则上被认为是企业债务，需自行承担偿付责任（若其对这一认定有异议，亦可向地方政府提出申请，在政府出函后方可对相关债务进行借新还旧）。基于此，有不少市场人士将是否被纳入名单作为判断城投信用资质好坏的重要标准，认为：在名单里就“稳了”，不在名单里就“危了”。不去深究的话，看似这个结论成立，但深究的话，这个结论其实站不住脚。原因在于：一是被纳入名单的城投虽然拿到了“真城投”的身份，但这并不妨碍其仍是因债务风险较高而被实施强监管的对象，普遍存在隐债规模大、造血能力弱、转型难度大等问题，在化债目标上靠自身力量徐徐图之缺乏可行性，因而当下锁定其存量隐债的同时呵护其再融资是有效防控债务风险的最好路径。也正是由于其再融资得到了支持，其新发的借新还旧债券才被认为具备很好的安全性，但要提醒的是，借新还旧债券到期后依然要偿付，届时若发债主体因自有资金紧张或再融资不畅而出现无法偿付的情况则需要地方政府实施救助，而一旦在偿债时点相关区域的经济财政状况不佳，借新还旧债券的偿付就很可能“不稳”；二是名单外城投中绝大部分是市场化转型进度较为深入的平台，接近于产业类主体，融资几乎不受限，也具备较好的财富创造能力，偿债方面主要靠自身经营收益和凭自身信用筹集的资金，实际上监管部门非常乐于看到市场上涌现出更多这样的城投，因为它符合长期以来的政策导向和城投转型发展的必然趋势。当然，名单外的城投中确实会存在一些非产业类主体，其体内债务因所对应的项目属性不符合要求

（如公益性特征不显著、开发模式为自建自营等）而未被认定为隐债，偿付责任要靠自有资金、自行筹措或者地方上想办法拆借，这部分城投的偿债风险与名单内城投相比显然更大，是市场要格外关注并防止踩雷的。总之，无论从实际情况来看，还是从监管导向来看，都不宜轻易笃信被纳入名单的城投就稳了，更不能将未被纳入名单的城投简单粗暴地归于投资黑名单，否则自身的业务开展将极为受限。

六是，名单“借新还旧”的“旧”是指广义的有息债务，不仅限于债券，但实际操作中“借新还旧”的范围大概率会受各种客观因素的制约而有所局限。依据多方了解的信息，名单并未提及不同区域间在借新还旧政策上的差异，但基本可以确定的是名单划定主要与城投隐债负担和债务压力挂钩，而且此轮名单制实施的背景与以往最大的不同在于：当前已经进入到了全域控风险、防新增的新阶段，“打法”上不宜再采用渐进式、区域性推动化债的方式，而是更强调以全方位、全口径的方式针对地方债务风险防控化解的总体目标下好全国一盘棋。因此，从监管初衷上来讲，“借新还旧”的“旧”并不局限于债券形式的债务，而是包括了银行信贷、非标融资等各种形式的有息债务。不过，这并不意味着实践中名单内城投能够轻易地发行债券以偿还所有形式的存量隐债，而是在作出必要努力、满足一定要求、遇到合适契机的情况下才有望成功实施发债计划。具体而言，无论是银行信贷还是非标融资，优先的化债方案并不是以发债募集到的资金去做置换，因为本质上银行、信托、租赁等金融机构和债券投资者之间构成“对手盘”，但在城投及其所属区域存在较高风险的情况下，前者想要通过“卖出”回收本息，而后者在决策是否“买入”时会充分权衡利弊，竭力避免自己成为“冤大头”和“接盘侠”。这种情况下，对于银行信贷、非标等非债券形式的“旧债”，其最优先、最主流的化解

路径仍是城投与相关金融机构债权人在遵从市场化、法制化原则的基础上就到期债务进行协商谈判，并最终博弈出一个解决方案，方案通常都需要金融机构做出一定让利，比如利息打折、本金延迟偿付、部分债务豁免等。对于银行类金融机构而言，主观上不愿意做出让利，但各种客观因素决定了其不得不接受一定的利益损失以谋求相对较高的回收率和潜在的业务机会；对于信托、租赁等非标债权人而言，所面临的困难和不得不做出的让利会更多，原因在于政策上对于非标融资压降清退的决心很大，且新近的政策传闻中提出要非标融资根据区域进行差异化限制，天津、贵州、云南、内蒙等12个重点区域要求相关债权人“配合”展期降息，非重点区域则建议“协商”展期降息，这意味着非标债权人在重点区域不得不做出更大的让利。综上，本文认为：从监管初衷上来讲，发债借新还旧的“旧”不局限于债券形式的债务，但在实际操作中，展期降息仍是非债券形式债务最优先、最主流的化解路径，能否实现发债借新还旧取决于城投及所属区域的风险程度，尤其是债券投资者对风险程度的看法。若债券投资者认为风险较高，则“借新还旧”的范围会非常局限，可能仅限于偿还到期债券，甚至是同一发行场所的到期债券（也即“有限定的借新还旧”，比如在银行间发新债只能用于偿还银行间到期的旧债），甚至可能遭遇发行失败；若债券投资者认为风险较低，则“借新还旧”的范围会相对宽泛，比如可以用于偿还银行贷款、非标融资等。

## 二、新形势下城投发债还能突破借新还旧吗？

梳理时间线可知，大致是在今年9月10日前后传闻“3899借新还旧名单”已下发至地方及各监管部门。为了更好地观测名单下发后城投的发债情况，本文将以9月10日至11月15日发行的城投债为样本，对其募集资金用途进行过滤分析，以探究在政策（传闻）密集爆出的新形势下城投

城投债是否还能突破借新还旧，同时也尝试探讨如何才能突破借新还旧以及哪些城投更容易突破借新还旧。

具体来看，上述期间一级市场发行城投债数量共计1217只，其中将近98%的城投债均为借新还旧类，而突破借新还旧的占比仅略超2%，印证目前城投债额度管控的力度确实很大，新增债券发行的难度较高。分市场看，银行间市场共计发行688只城投债，均未能突破借新还旧（虽然定向工具未披露募集资金用途无法予以直接确认，但大概率不会突破借新还旧）；交易所市场共计发行514只城投债，其中仅有11只突破借新还旧；跨市场发行的城投企业债共计15只，均突破借新还旧。尽管整体上突破借新还旧的债券数量极少，但银行间市场发行的近700只债券均未突破借新还旧所透露的信号依然有其意义，这也恰好与近段

时间交易商协会收紧城投债审核的市场传闻相吻合。由此可推断，现阶段城投债想突破借新还旧的话，发行企业债、公司债或是更适合的选择。需要提示的是，考察期间发行的15只城投企业债均为过渡期结束之前所发，且均突破借新还旧主要是由企业债的品种特性决定的。企业债普遍都会设定存续期后几年按比例偿还本金的条款，这能在很大程度上减缓集中偿债压力，允许企业债借新还旧在技术层面没有必要且非常麻烦（比如对一只规模10亿元的企业债进行借新还旧，可能需要分5次发5只2亿元的新企业债），再加上企业债本就挂钩具体项目，对项目收益有一定要求，允许借新还旧导致项目门槛形同虚设且有新增隐债的嫌疑，因此企业债基本没有用于借新还旧的情况。这一点也恰恰提醒城投可选择发行企业债以突破借新还旧。

表1 名单传出后的城投债发行情况

债券类型	债券数量	借新还旧类	突破借新还旧类
私募公司债	475	467	8
一般公司债	39	36	3
企业债	15	0	15
中票	238	238	0
短融	75	75	0
超短融	209	209	0
定向工具	166	-	-

资料来源：wind，中证鹏元整理

梳理突破借新还旧债券的募集资金用途可知，除补流外，资金投向较多地集中在保障性安居工程、乡村振兴两大领域，其次是投向绿色低碳、产业园、小微企业贷款，少量用于智慧停车场、养老项目和项目股权出资。分债券类型来看，企业债募集资金偏好于投向保障性安居工程、产业园和对小微企业投放贷款，公司债募集资金则偏好于投向乡村振兴、绿色低碳。由此可以推断，目前城投发债

想要突破借新还旧的话，较为可行的路径是以项目作为依托，而且项目本身一定要符合政策导向并有能力在运营期产生持续稳定的现金流、创造可观的运营收益。同时，发行专项债、绿色债等创新品种更有利于城投突破借新还旧，尤其是在选择发行公司债的情形下。从投向的角度来看，未必局限于上述几大类，可根据政策发力方向的变化而进行调整，但必须坚守的底线是不能造成隐债新增。

表2 名单传出后的城投债发行情况

资金投向	债券数量	企业债数量	公司债数量
保障性安居工程	8	6	2
乡村振兴	5	0	5
绿色低碳	3	1	2
产业园	3	3	0
小微企业贷款	3	3	0
智慧停车场	1	1	0
养老	1	1	0
项目股权出资	2	0	2
合计	26	15	11

资料来源：wind，中证鹏元整理

从突破借新还旧的发债主体（不考虑企业债发行主体）来看，主要是传统城建业务较少的“非典型性”城投。比如，“23鲁公V1”的发行主体——山东公用控股有限公司主要从事水务行业，经过长期、因地制宜的大规模基建，目前在济宁当地的水务市场形成区域垄断优势，收入来源包括供排水工程建设、自来水供应、供热、电力销售、房地产销售等，业务呈现出明显的多元化特征；比如“23长轨G3”的发行主体——长沙市轨道交通集团有限公司主要从事轨交行业，其业务除了覆盖长沙市城市轨道交通项目的所有重要领域外，还承接较多土地开发整理及相关市政基建项目，收入来源包括地铁运营及乘客票价补贴、土地转让、地铁租赁等；再比如“23京保01/02”的发行主体——北京保障房中心有限公司主要从事建筑业，其作为北京市保障性住房建设领域最重要的主体，承担了北京市安置房、自住房和共有产权房等保障性住房的建设、收购和销售职责，储备房销售业务覆盖北京主要区域，具备很强的竞争力，收入来源集中在储备房销售、公租房租赁两大板块。综上可知，突破借新还旧的城投在主营业务方面确实涉及“市政基础设施项目建设与运营、土地一级开发”相关领域，但整体来看传统城建业务对收入的贡献度

一般，业务层面较多地呈现出“非典型性”城投的特点。鉴于此，本文认为城投突破借新还旧需要加大转型力度，提高自身业务的多元化水平，降低收入对基建、市政工程建设、土地整理开发等传统城建业务的依赖，至少在前述提到的相关指标测算结果上不能超标。

### 三、城投后续之路该怎么走？

基于当前的政策背景和多年以来的监管脉络，本文认为：目前，城投行业的发展真正迈入了前所未有的新阶段。一方面，通过实施名单制锁定城投隐债主体，阻断“真城投”新增隐债的路径，包括城投债在内的城投有息债务都将进入“存量时代”，未来的核心任务是在“政策呵护”下化解掉存量债务。这里的“政策呵护”不只是当地政府的信用注入，更有省级政府信用的注入，甚至还有中央层面利好政策的加持（最典型的是批准更多特殊再融资债发行额度、调增地方政府债务限额）。在化解存量债务的进程中，“真城投”虽然无法新增融资，但仍然可以通过开展经营活动、投资活动来创造收益，同时也可以在地方的支持下增强资本实力、扩充有效资产规模并不断提高资产运营效率，为化债补充更多资金弹药。化解掉存量债务后，“真城投”大概率会转型成为国有市场化经

营主体。当然，也存在部分“真城投”因业务缺乏持续性和造血能力、地方政府无力提供更多支持等因素而无法蜕变重生，只能在历史洪流中成为“弃子”。另一方面，名单外的城投基本可视同国有市场化经营主体，存量债务的偿还不再有政府支持，要靠自有资金或自行筹措（可开展借新还旧但需要政府出函），新增融资更是要对市场申明债务属性为企业债务，不存在政府信用的隐性背书。同时，为了全方位、无死角防控隐债新增，名单外城投新增融资也需要层层闯关，确保区域债务风险、与城建企业相关的各项指标测算结果等符合监管要求后方可新增，否则仅限于借新还旧。

综上，本文建议：在实施名单制的背景下，城投（尤其是名单外）要尽快改变过度依赖政府信用的发展理念和生存模式，应认真且深入地思考自身的转型方向以及为推动转型要付诸哪些行动，持续增强自身在经营、投资等活

动中创造收益和现金流的能力。唯有如此，才有望打开新局面，取得富有活力的长远健康发展。对于投资者来说，若风险偏好很低、投研实力较弱，则建议更多关注“真城投”的存量债券及借新还旧债券，对名单外城投则需格外谨慎；若风险偏好尚可且具备一定的投研实力，则不必太纠结“是否在名单内”，建议从平台功能定位、转型进程及成效、政府支持情况、资本实力、债务压力等进行综合分析，判断其对于当地政府的重要性如何以及是否能在未来较长时间得到当地政府“重用”，并在此基础上决定是否进行投资布局。



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副总经理，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。

# 过渡期后，企业债还能期待什么？

◎ 研究发展部 史晓姗

2023年10月20日，证监会结束对多项文件的修订，发布正式文件，主要明确企业债过渡期后的工作安排，以及针对性调整交易所公司债相关政策。北交所、上交所、深交所同步发布相关指导性文件。自此，企业债正式成为交易所市场的品种，与公司债进行统一管理。作为我国最早出现的信用债类型，企业债的后续发展会如何？本文通过对最新政策的解读和过往市场的分析，对企业债市场进行展望。

## 一、过渡期后工作安排

### （一）工作基本安排

2023年10月20日，证监会发布《关于企业债券过渡期后转常规有关工作安排的公告》，明确过渡期结束后的工作安排。北交所、沪深交易所同步发布公司债券(含企业债券)发布相关业务规则和指引，覆盖上市审核、发行承销、交易等环节，同时优化投资者适当性管理、审核重点关注、专项品种等指引。

第一，由交易所负责受理。目前，上交所、深交所和北交所，均可受理企业债，发行人可以自主选择一家交易所提交申请文件。过渡期前已受理的项目，相关后续工作平移至发行人申请文件所列的交易所。截至2023年10月23日，过渡期后首日，上交所承接了主要存续项目，共计239单在审企业债项目。

第二，由证监会负责注册。公开发行企业债券的发行条件、申请文件、审核注册程序等，按照公司债券（含企业债券）相关制度规则执行。

第三，发行备案由交易所负责，通过簿记建档系统发行。根据规定，一般公司债的发行人和主承销商提交齐备的发行备案文件后，交易所将在2个交易日内完成备案工作，如知名成熟发行人发行发行公司债券并将募集资金用于固定资产投资项目的（即企业债），将于收到备案文件后10个交易日内完成备案工作。

第四，登记托管、交易结算等安排总体保持不变。其中，企业债券投资者适当性管理要求，按照相应交易所的有关规定执行。

### （二）新企业债制度

审批权划转前后，企业债制度主要有几个异同，主要涉及募投项目管理。其中，暂时保留部分包括：《企业债券管理规定》依然适用，企业债“资金跟着项目走”制度，企业债公开发行、长期、可分期偿还等特征，对资产清单的要求，企业债对募集资金补流的限制（不超过30%，高于原企业债政策），同一项目原则上不得重复进行债券融资等要求。而在债券审核的其他方面，多采取与公司债一致的标准，公司债同步借鉴企业债的部分制度进行调整，主要是增加对募资资金用途管理和重点资产、应收账款的核查等。其中，成熟发行人方面，公司债补充了

企业债相关内容，明确成熟企业债发行人可使用不超过50%的募集资金用于补充流动资金等非项目建设用途，未否定不能用于偿还债务等用途，较发改委优质发行人的政

策有所放宽，但去掉了“允许优质企业依法依规面向机构投资者非公开发行企业债券”的支持政策。此外，企业债“直通车”制度，未做说明，或不再存在。

表1 企业债新政策主要内容

企业债新政策主要内容	
发行主体	<p>公开发行公司债券，应当符合下列条件：</p> <p>(一) 具备健全且运行良好的组织机构；</p> <p>(二) 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；</p> <p>(三) 具有合理的资产负债结构和正常的现金流量；</p> <p>(四) 国务院规定的其他条件。</p>
募集资金投向	<p><b>重点用于国家及地方重大战略支持的重大项目建设。</b>包括但不限于科技强国战略、制造强国战略、交通强国战略、数字中国战略、现代能源体系建设工程、区域重大战略、新型城镇化建设工程、服务国家战略的重大工程和重大项目、现代服务业新体系建设。也可以用于<b>基金投资</b>，投资于服务国家产业政策、支持实体经济发展的创业投资基金或政府出资产业投资基金。</p>
项目融资限制	<p>用于募投项目的规模不得超过该项目总投资的70%；</p> <p>同一项目原则上不得重复进行公司债融资；</p> <p>公司债券募集资金用于固定资产投资项目的，应当严格执行项目资本金制度；</p> <p>企业债募集资金用于固定资产投资项目的金额不得超过项目资金缺口；</p>
募集资金使用限制	<p><b>企业债可以将不超过募集资金总额的30%部分用于补充流动资金等其他用途；</b>（原企业债政策：主体信用等级不低于AA，且债项级别不低于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营运资金。）</p>
募投项目归属	<p>公司债券募投项目的法人主体原则上应当为发行人、纳入发行人最近一年经审计财务报告的具有股权投资关系的公司或由发行人出资设立的未纳入发行人最近一年经审计财务报告的具有股权投资关系的公司。</p> <p>发行人应根据母公司对子公司的持股比例和募投项目的投资比例合理确定公司债券申报规模。</p>
申报文件	<p>债券募集资金投向固定资产投资项目的，要求提供募投项目土地、环评、规划等合规合法性文件；</p> <p><b>企业债不再要求提供省发改委专项意见，但仍鼓励地方主管部门出具相关专项意见；</b></p> <p>担保人应出具担保函或担保合同，担保函与担保合同有其一就可以；</p> <p>涉及城建类企业：债券发行人提供会计师事务所出具的发行人最近一年资产清单及相关说明文件的要求；发行人主要业务板块涉及市政基础设施建设和土地开发整理、涉及公用事业类的具体信息披露要求。</p>
投资者适当性	<p>划转之前由发改委在注册通知中明确投资者范围，包括机构投资者和非机构投资者；</p> <p>划转之后，<b>统一调整为专业机构投资者</b>，原企业债的非专业机构持有人，可继续持有到期或卖出，但不得新增投资。</p>
项目收入来源及用途	<p>公司债券投向的固定资产投资项目收入应主要来自<b>市场化销售或运营收入</b>，不得来源于土地预期出让收入返还，且募投项目不得回售给政府部门；</p> <p>募投项目收入中的<b>财政补贴占比不得超过项目总收入的50%</b>，且相关财政补贴应当符合《预算法》等有关规定。主承销商和发行人律师应当对相关财政补贴的程序和内容的合规性进行核查并发表明确意见；</p> <p><b>在募集说明书中承诺募投项目债券存续期内所产生收入优先用于偿还债券本息。</b></p>
项目收益指标	<p>公司债券投向的固定资产投资项目应具备良好的收益性，纯公益性项目不得作为募投项目申报公司债券；</p> <p>公司债券存续期内投向的固定资产投资项目<b>净收益原则上应当覆盖用于项目建设部分的债券利息</b>，并且运营期内募投项目<b>净收益原则上应当覆盖项目总投资或税后内部财务收益率应大于零。</b></p>
成熟发行人	<p>条件：</p> <p>(一) 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>(二) 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（具体要求见相关文件）；</p> <p>(三) 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>(四) 最近36个月内公司及所属企业集团、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>(五) 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>(六) 其他</p> <p>企业债券可使用不超过<b>50%</b>的募集资金用于<b>补充流动资金等非项目建设用途。</b></p>

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

交易所修订后的知名成熟发行人制度，与发改委之前的优质发行人标准相比，部分行业的资产标准下调，例如，批发和零售、制造业等；水利、环境和公共设施管

理，综合行业的资产标准有所提升；而房地产行业并未在交易所成熟发行人候选之列。

**表2 上交所成熟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， <u>租赁和商业服务业</u> ， <u>住宿和餐饮业</u> 、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， <u>信息传输、软件和信息技术服务业</u>	>1000	<85	>3
建筑业，水利、环境和公共设施管理业， <b>综合</b>	>1200	<85	>3
制造业，采矿业，科学研究和技术型服务业	>1000	<80	>3

注：有下划线表示，与发改委优质发行人标准相比有所下调；红色标记表示，与发改委优质发行人标准相比有所上调  
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

与过往相比，新企业债在发行、上市、交易和存续期管理方面，将更加明确和规范。包括在公司治理、财务指标等方面出现影响偿债能力的情形时，对发行人的信息披露和存续期债务管理、中介机构的职责履行都提出更明确、更严格的要求，同时对高风险发行人的申报将审慎确

定规模、用途。从下表可以看到，部分情形在修订前，仅能或优先于偿还存续公司债，修订后变更为发行人根据自身情况审慎确定申报方案，融资灵活性更高。与企业债之前的管理相比，未来企业债管理拥有更加清晰的风险管理框架。

**表3 最新审核重点关注事项——审慎申报情形**

	审慎申报情形	相关要求
公司治理与组织机构	发行人及其控股股东、实际控制人存在债务违约或严重失信等负面情形，并对发行人公司治理、经营情况或偿债能力造成严重不利影响的，发行人应结合相关情形审慎确定公司债券申报方案	调整公司债券申报规模，原则上及募集资金应用于偿还存量公司债券用途、设置有效增信措施等（ <b>修订前只能借新还旧</b> ）
	发行人非经营性往来占款和资金拆借余额超过最近一年末经审计总资产10%的，发行人应审慎确定公司债券申报方案	发行人披露主要债务方信用资质情况、偿还安排以及资金拆借必要性和合理性，并说明对发行人偿债能力的影响。
	发行人最近一期末对外担保余额超过当期末净资产的	发行人充分披露被担保人的基本情况和资信状况、担保类型、被担保债务的到期时间等以及对外担保事项对自身偿债能力的影响

	审慎申报情形	相关要求
财务信息 披露	(一) 银行借款余额低于有息负债债务总额的30%； (二) 银行借款与公司债券外其他公司信用类债券余额之和低于有息负债债务总额的50%。	发行人应当优化债务结构，维持各类债券、银行借款等存量债务规模在合理水平。(修订前优先借新还旧)
	发行人报告期内有息债务结构发生大幅变化	发行人应详细披露报告期内各期末有息债务结构、变动情况、变动原因及其对自身偿债能力的影响。(修订前，发行人偿债能力因有息债务结构变化受到显著不利影响的只能借新还旧)
	发行人报告期内短期债务占比显著上升或最近一期末有息债务构成以短期债务为主的	发行人应披露具体原因及合理性，量化说明短期债务及本次债券的偿付资金来源，制定切实可行的偿债保障措施
	发行人或其所属企业集团合并报表范围内公司债券余额较大且存在显著债务集中兑付压力的	发行人结合有息债务结构、债务集中偿付压力等情况适当控制存量公司债券规模(修订前优先借新还旧)
	发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到40%，再次申请非公开发行公司债券	募集资金应用于偿还存量公司债券
	(一) 报告期内有息负债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； (二) 最近一年末资产负债率、有息负债债务与净资产比例均超出行业平均水平的30%。	发行人应披露报告期各期末全口径有息债务情况、报告期内有息债务增长幅度较大的原因及相关财务指标显著高于行业平均水平的原因。(修订前只能借新还旧)
	发行人最近一期末存在资产因抵押、质押、被查封、扣押、冻结、必须具备一定条件才能变现、无法变现、无法用于抵偿债务等情况，导致权利受限制的资产账面价值超过总资产50%的	发行人应充分披露受限资产明细、受限原因、目前状态和对自身偿债能力的影响
	发行人盈利能力缺乏可持续性且显著影响偿债能力的	(修订前只能借新还旧)
	发行人所属企业集团存在公司治理不规范、经营、围不明确等问题的	发行人对募集资金使用管理制度和偿债保障措施进行充分披露(修订前优先借新还旧)
	发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的	(修订前优先借新还旧)
发行人首次申请发行公司债券的		
特定情形 发行人	发行人报告期内曾发生公司债券或者其他债务违约、延迟支付本息事实，或存在在本所业务规则规定的风险类债券相关情形，或存在其他重大风险事项的	公司应全面披露风险事项的具体情形、产生原因、化解处置情况和拟采取的应对措施，以及前述事项对本次申报债券偿付能力的影响
	发行人主体信用评级(如有)下调的	
	最近一期末发行人短期债券余额占全部债券余额比例显著高于同行业可比企业，且报告期内短期债券余额呈大幅增长趋势的	发行人应充分披露相关资金运营内控制度、资金管理运营模式和短期资金调度应急预案方案
	城市建设企业发行人存在下列情形之一的： (一) 第三十九扣除重点关注资产后资产负债率超过85%； (二) 扣除重点关注资产后总资产规模小于100亿元； (三) 发行人政府性应收款占扣除重点关注资产后的净资产比例超过50%； (四) 触发多项本指引重点关注事项的弱资质主体。 此外，对于已完工代建开发成本挂账三年及以上且可能导致政府性应收款项触发本条第二款第三项情形的，发行人应当充分披露已完工但未结算的原因及其合理性。未能说明合理性的	(修订前优先借新还旧)
房地产发行人存在扣除合同负债后资产负债率较高、净负债率较高或现金对短期债务覆盖程度较低情形的		

资料来源：《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2023年修订）》，中证鹏元整理

### （三）北交所债券市场定位

按照中国证监会统一部署，不同于沪深交易所，北交所将推出除非公开发行方式以外的全部公司债券品种，包括短期公司债券、可续期公司债券、可交换公司债券、绿色公司债券、低碳转型公司债券、科技创新公司债券、乡村振兴公司债券、“一带一路”公司债券、纾困公司债券、中小微企业支持债券十种债券。

三地交易所公司债（含企业债）的相关制度上保持一致。在发行、承销和交易方面，北交所整体与沪深交易所安排保持一致。为了便利机构投资者参与北交所债券市场，北交所对于此前已经是沪深交易所债券交易参与人的申请机构，北交所将简化流程。同时，不再审核在沪深的合格投资者。

由于北交所债券市场尚处于起步阶段，为吸引发行人、投资者以及中介机构进入，需要出台相关的支持政策，加快完善二级市场建立。目前，北交所并未明确，未来和沪深交易所企业债市场的定位差异。

## 二、企业债与公司债的制度对比

表4 新政后企业债与公司债主要制度对比

	新企业债	公司债
募集资金投向	重点用于国家及地方重大战略支持的重大项目建设 公开发行公司债券筹集的资金，不得用于弥补亏损和非生产性支出。	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
期限	鼓励发行中长期企业债券为项目建设提供资金支持，并可视情况设置分期偿还等特殊条款。	无限定
募集资金使用限制	企业债券可以将不超过募集资金总额的30%部分用于补充流动资金等其他用途； 企业债券募集资金用于固定资产投资项目的金额不得超过项目资金缺口。 公司债券募集资金原则上用于募投项目的规模不得超过该项目总投资额的70%； 公司债券募集资金用于固定资产投资项目的，应当严格执行项目资本金制度。	无相关限制

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### （一）普通债券品种

企业债与公司债合并管理后，在制度上保持一致，但在部分领域，仍存在一定区别，主要集中在募集资金管理方面。

首先，企业债和公司债定位不同。企业债重点支持国家及地方重大战略支持的重大项目建设，即依然强调企业债支持地方融资的属性。

其次，企业债的“项目属性”，决定了它的融资特征与项目紧密相连。第一，长期性。从过往企业发行看，企业债以7年期为主，而公募公司债以3年期和5年期为主。第二，分期还本。为降低企业债集中兑付压力设置的提前分期偿还机制予以保留。第三，募集资金用途限制。如下表所示，新企业债券仅可将不超过募集资金总额的30%部分用于补充流动资金等其他用途。同时，企业债券募集资金用于固定资产投资项目的金额不得超过项目资金缺口。而公司债的募集资金使用限制相对较少，并未限制债券资金用于项目的比例。另外，这里企业债30%募集资金可以用于补流等其他用途，未明确列明是否可以偿还债务，本文认为这里将是一个开口。

## （二）创新品种

根据最新政策，企业债创新品种和公司债创新品种进行合并进行无差别统一管理，考虑期限和资金用途后，共计8个相关品种：永续期公司债、绿色公司债、低碳转型公司债、科技创新公司债、乡村振兴公司债、“一带一路”公司债、纾困公司债、中小微企业支持债券。其中，前发改委的专项债券品种，多属于新制度下的乡村振兴公司债

领域。以2022年企业债和公募公司债为例，两个市场的创新品种存在一定差异：第一，企业债市场以发改委专项品种为主，尤其是县城新型城镇化建设专项企业债，其次是绿色企业债和小微企业增信集合债券。而公司债市场以永续期公司债、绿色公司债和科技创新类债券为主。第二，发行主体不同。企业债创新品种发行人多为城投公司，公司债创新品种发行人多为产业类公司。

表5 2022年企业债和公司债创新品种发行统计

企业债创新品种	2022年发行数量 (只)	2022年发行规模 (亿元)	公募公司债创新品种	2022年发行数量 (只)	2022年发行规模 (亿元)
绿色债	27	223.40	绿色公司债券	63	598.00
发改委专项企业债	100	651.60	转型公司债券	20	231.00
县城新型城镇化建设专项企业债券	52	335.90	蓝色公司债券	6	45.00
城市停车场建设专项债券	24	164.10	乡村振兴公司债券	3	25.00
社会领域产业专项债券	6	46.60	住房租赁专项公司债券	5	31.50
农村产业融合发展专项债券	14	81.60	粤港澳大湾区专项公司债券	1	10.00
地下综合管廊建设专项债券	4	21.00	纾困专项公司债券	1	1.40
双创孵化专项债券	0	0.00	创新创业公司债券	11	80.00
养老产业专项债券	0	0.00	科技创新公司债券	67	788.90
债权转股权专项债券	0	0.00	疫情防控公司债券	2	9.00
双创孵化专项债	0	0.00	一带一路公司债券	4	50.00
小微企业增信集合债券	28	181.70	永续期公司债券	267	3,563.40
项目收益债券	10	51.20			
永续期企业债券	5	70.00			

注：部分债券分属于多个创新品种；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

在最新的专项品种公司债指引里，删掉了疫情防控公司债，将创新创业公司债和科技创新公司债券合并为“科技创新公司债”，同时根据企业债市场新增“小微企业支持债券”。对比原企业债和公司债在创新品种上的要求，一方面，企业债部分专项品种支持政策未延续。例如，县城新型城镇化建设专项企业债券、养老产业专项债等专项

品种关于募集资金用途限制放松至50%的支持政策。另一方面，公司债明确5个专项品种募集资金可以置换发行前相关领域自有资金支出。例如，绿色公司债和乡村振兴公司债均可置换发行前3个月的相关领域自有资金支出。部分发改委专项品种也可以置换前期债务支出，但未明确时间限制。（专项品种政策分析详见《交易所债券市场创新品种发行要求变化解析》）

整体看，在公司债新的专项品种里，与企业债关联度最高的是“乡村振兴公司债”、“绿色公司债”和“小微企业支持债券”。而乡村振兴公司债，交易所发行较少，且以偿还相关债务为主。企业债的加入，或提高该类品种的发行量。

### 三、企业债市场展望

整体来看，新企业债的“项目融资”属性保留，是与公司债的最大区别。虽然公司债募集资金也可以用于项目建设，但从发行来看，占比较低，以2022年为例，公募公司债发行1,093只，其中不足40只用于项目建设，其余多应用补充营运资金或偿还项目债务。

#### （一）企业债存在的必要性

新企业债的市场空间，取决于债券融资定位和城投债政策。当前，城投公司转型仍在进行中，多数企业的收入对政府依赖度较高。公司债借新还旧的名单如果存在，将影响地方项目新增融资。乐观预计，根据审核重点关注指引将部分借新还旧要求改为审慎申报规模、期限等，结合2023年再融资债券的发行，地方城投公司消隐债和调债务将提速。未来城投债融资的前提依然是不存在隐债和非债务红线地区，且在审核时对项目本身收益性的考核将更加严格和规范。

从当下经济发展和风险控制角度出发，本文认为，短期内企业债依然是地方项目融资的重要渠道：

第一，虽然城投债不是市场的主要方向，但短期内，城投公司依然是主要发行主体。考虑乡村振兴的政策推进，地方城投公司的投融资需要依然较大，在存续债务尚未清理完成之前，新增债务的最好方式是以标准化债权出现。企业债作为一种标准化债权，相比非标融资风险更可控。企业债的“项目属性”，叠加对项目收益要求的提升和担保需求，企业债的风险依然是最低的。

第二，企业债依然是地方项目融资的重要渠道。原企业债募集资金主要投向安居工程（保障房、安置房等）、产业园区、公用事业类项目，多属于乡村振兴领域，多由地级市和区县平台承接区域基础设施建设和产业升级项目，省级平台和产业类主体更多的是交通、电力、农产品加工等领域。以2022年Wind数据对比银行间市场和交易所市场，乡村振兴票据（包括保障房票据、革命老区）共计59只，规模597亿元，其中86%为非城投债，主体级别以AA+和AAA为主，相关债券合计占比88%，10%用于新项目建设，发行主体以电力、交通和农业企业为主；乡村振兴公司债券共计44只，规模312.79亿元，其中，71%为城投债，78%为AA级主体发行，10%用于新项目建设，发行主体以地级市和区县平台为主。2022年企业债仅统计城镇化企业债、停车场、社会领域、产业融合和管廊5个专项品种，共计100只，规模649.20亿元。可以看出，在城镇化、乡村振兴领域，企业债承担着重要融资功能。

#### （二）企业债发行特征展望

第一，短期仍以公募、低级别强担保发行为主，私募发行或从成熟发行人开始。交易所市场目前的融资分类特征较为明显。以2022年Wind数据为例，公募公司债、私募公司债和企业债中城投类主体发行的数量占比分别为30.2%、86.8%和91.1%。当下，存续企业债在移交交易所后，归属“小公募”。根据目前市场情况，城投公司发行公司债，尤其是低评级主体基本以私募债为主。而“低评级、小公募”的企业债，如果可以存在，需要其他的条件支持，例如，对担保的高需求。所以，未来发行人选择企业债和公司债是否存在投资者差异，企业债的小公募属性是否一直保留，仍存在不确定性。如果允许私募发行，或从成熟发行人开始试点，探索更灵活的发行方式。同时，存续的项目收益专项企业债，短期内或不再新增。

第二，从企业债的项目融资职能出发，新企业债或仍以分期偿还为特征。同时期限为匹配项目融资需求，以中长期为主。原企业分期偿还是多数债券的特殊条款，以AA级主体发行的7年期债券为主，而AAA级主体发行的各期限债券以非提前偿还为主。可见，提前偿还还是为了降低信用风险，提高投资者选择性的一种安排。为此，新企业债或仍以分期偿还为主。

第三，高级别主体、产业类主体或有所增长。划转前，由于审核严格、发行周期较长，部分高级别主体和产业类主体选择交易所和银行间产品。划转后，企业债审核效率将提升，发改委退出发行审批环节，企业债不再要求提供省发改委专项意见。对于低级别企业，或许仍需要地方主管部门出具相关专项意见才能提高发行成功率。而对于高级别企业或优质产业主体，其选择企业债获取长期资金的便利性有所提升，尤其符合成熟发行人的主体其在募集资金使用上的灵活度有所提升。但优质主体参与企业债的空间，取决于企业债后续是否有更多支持政策，例如，推出私募发行，以及私募企业债是否纳入规模限制指标<sup>1</sup>；对于有优质项目的产业类主体，给予更多的融资便利。前期，或出于示范目的，推出一批产业类主体。

第四，乡村振兴公司债或成为新企业债主要的叠加品种。如前文所述，企业债和乡村振兴的联系性较高，且乡村振兴债券在募集资金使用上更灵活，虽然70%需要投向乡村振兴领域，但可以用于建设、运营、收购，或者偿还项目的有息债务。乡村振兴公司债并不是交易所市场的主要专项品种，但在政策推进下，随着募投项目管理制度的完善，存在发展空间。

1 根据《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2023年修订）》，发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到40%，再次申请非公开发行公司债券的，应结合自身经营情况、财务状况、偿债能力等审慎确定公司债券申报规模，原则上募集资金应用于偿还存量公司债券。金融机构（含融资租赁等类金融机构）和适用本所优化审核相关安排的发行人不适用本条规定。

第五，投资者保护机制将更加完善，强化受托管理人职责，提高保护性条款应用。原有企业债存续期管理由债权人承担，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，原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，新企业债存续期管理机制将与公司债保持一致，或强化主承销的受托管理人职责。此外，原企业债中，投资者保护性条款应用比例较低，2022年和2022年前三季度分别占比6.5%和4.5%，而交易所市场，2022年有保护性条款的债券数量占比82%，其中公募公司债76%，银行间市场有保护性条款（不含“持有人救济”）债券占比为18%。这里需要注意，两个市场中关于保护性条款的约定差异较大，相对来说，银行间市场的约束力更大，以交叉保护和事先约束/承诺为主，可触发债券提前到期，而交易所市场以经营维持承诺和偿债保障承诺为主，风险以协商处置为主，未明确未达成协商一致如何处置。整体看，低级别主体中交叉保护等约束力更大的条款应用比例明显较高。未来，新企业债中低级别主体的保护性条款应用比例或有所上升。

新企业债募资资金投向国家和地方重点项目，短期，城投公司仍以乡村振兴、新型城镇化领域为主，产业类项目或逐步增加。从首批14个申报项目看，11个为AAA级主体，6家为首次发行企业债。北金所6家申报主体中首次融资主体、AA和AA+主体各1家。首批项目存在一定示范效应，并不代表企业债以后仅高级别主体发行。

表6 2023年10月25日首批交易所受理新企业债项目

发行人	省份	企业性质	计划发行金额 (亿元)	主体 级别	是否首次 交易所融资	是否2018年首次 企业债融资	申万行业	交易所
临海市城市产业发展集团有限公司	浙江	地方国企	22	无	是	是	-	北交所
伟驰控股集团有限公司	江苏	地方国企	17.5	AA	否	否	建筑装饰	北交所
杭州上城区城市建设发展集团有限公司	浙江	地方国企	30	AAA	否-2023	是	建筑装饰	北交所
长兴交通投资集团有限公司	浙江	地方国企	15	AA+	否	否	综合	北交所
北京汽车集团有限公司	北京	地方国企	10	AAA	否	否	汽车	北交所
北京市国有资产经营有限责任公司	北京	地方国企	50	AAA	否	是	综合	北交所
深圳市地铁集团有限公司	深圳	地方国企	120	AAA	否	否	交通运输	深交所
广州地铁集团有限公司	广东	地方国企	50	AAA	否	否	交通运输	深交所
杭州市城市建设投资集团有限公司	浙江	地方国企	60	AAA	否	否	综合	上交所
中国电力建设股份有限公司	北京	中央国企	100	AAA	否	是	建筑装饰	上交所
九江市国有投资控股集团有限公司	江西	地方国企	45	AAA	否	否	综合	上交所
湖北文化旅游集团有限公司	湖北	地方国企	20	AAA	否	是	公用事业	上交所
安徽省能源集团有限公司	安徽	地方国企	20	AAA	是	是	公用事业	上交所
陕西延长石油(集团)有限责任公司	陕西	地方国企	30	AAA	否	否	采掘	上交所

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

或由于需要过渡期的原因，企业债暂时保留部分特征。从当前经济社会发展看，企业债有一定的存在必要性。但需要明确，新企业债的管理一定是更加市场化的，定价更有效，“零风险”的观念需要转变。短期，在政策和增信（如有）的加持下，新企业债仍是不错的资产。中长期看，经济转型和财税体制改革深度推进，地方固定资产投资项目增量放缓，如果企业债较公司债只有更严格的资金、项目管理，企业债的发展空间将迅速缩小。如果想

保留“资金跟着项目走”的企业债，让更多产业类公司进入，需要更加市场化的支持政策。



史晓萌

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。

# 此轮城投集中拿地特征、影响和风险防范

© 研究发展部 吴志武

## 一、此轮城投拿地的主要特征

### 1. 此轮城投拿地占据将近一半

自2021年以来，在土拍市场上一向表现不活跃的城投企业突然间拿地积极性上升，一跃成为市场的主要参与者，从而引起市场广泛关注。城投企业拿地具有一定的特殊背景：一方面，近年来我国经济受到疫情干扰、房地产调控以及外部环境风险上升等因素的影响，内外需均较为疲弱，经济增长陷入低速增长长期；另一方面，因房地产调控，房地产市场陷入低谷，地方政府土地出让收入下降，地方财政状况出现恶化，同时，民营企业在三道红线下融资陷入困境导致拿地意愿减弱，而央企、地方国企则在土地市场大幅拿地，成为土地市场的重要参与者，在此背景下，城投企业表现尤为瞩目。据企业预警通数据，城投企业拿地规模从2014年的5,721亿元跳跃至2022年的24,527亿元，占比从18%增加至45%，占据将近一半比例。

图1 2014年以来城投拿地情况

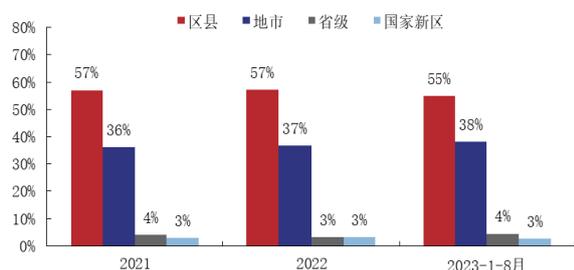


资料来源：企业预警通，克尔瑞，中证鹏元整理

### 2. 城投大规模拿地托市色彩较浓

城投大规模拿地正处于国内土地市场冷清的特殊时期，对于地方政府而言，面对土地市场的冷清，既有对土地流拍影响市场信心的担忧，也有土地出让减少导致财政收入下降的现实焦虑。在此背景下，作为地方政府出资设立的企业，城投公司大规模拿地在一定程度上可以起到稳定房地产市场、土地市场的作用，也可以给地方政府增加财政收入。因而，城投企业大规模拿地具有较浓的托市色彩。从具体表现来看，一是，城投拿地溢价率较低。据同花顺数据，从2020年到2022年三年间，全国住宅用地成交溢价率从14.96%下降到3.68%，大多数地方出现城投零溢价拿地现象，主要原因是因参与竞拍的企业较少，甚至城投在唱独角戏。二是，城投拿地开工率不足。据克尔瑞统计，截至2022年12月，2021年成交的地块有67%开工，2022年成交的地块有31%开工，不过2021年和2022年城投所拿地块的开工率仅为38%和8%，远低于整体的开工进度。三是，城投所成交的地块以郊区为主。据克尔瑞统计，2021年和2022年所拍地块位于郊区的占比分别为61%和53%，市中心的优质地块相对较少。四是，拿地城投企业以区县级为主，这类区域财政压力大，符合托市拿地的特征。

图2 近三年拿地城投行政级别情况



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

### 3. 城投拿地助推市场化转型

城投大规模拿地虽具有较强的托市色彩，但城投拿地后可以将这些地块用于保障性安居工程建设、房地产开发和城市更新项目，尤其是用于商品房开发和城市更新项目，可以推动城投企业市场化转型。城投企业与土地有着千丝万缕的联系，城投大多由地方政府注入土地而设立，是土地市场的重要参与者，是土地财政的具体落实者，经过二三十年的发展，城投已由最初的土地储备业务发展成为土地二级市场重要的开发者。目前城投土地开发业务包括保障性安居工程建设、房地产开发和城市更新项目，因而，城投拿地后可以用于上述土地开发业务，但将土地用于商品房开发和城市更新项目可以推动城投企业市场化转型。

具体来看，商品房开发是纯粹的市场化业务，城投拿地进行商品房开发可以加快市场化转型。以江苏润城资产经营集团有限公司为例，该公司2021年以前业务主要以代建服务、安置房建设、交通工程建设、水利建设等业务为主，但2021年公司以自有土地进行商品房开发，同时，在土地市场上大举拿地，通过招拍挂方式取得土地17块，金额达到32.36亿元，土地用途主要为住宅和商用土地，这些土地一个重要用途便是用于商品房开发。城市更新是对城市建成区城市空间形态和城市功能的持续完善和优化调

整，城市更新范围目前主要包括老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等，城市更新对象包括居民住宅、工业厂房和商业设施等其他设施。以天津城市基础设施建设投资集团有限公司为例，今年5月底该公司通过招拍挂获得了天津市金钟河大街南侧片区城市更新项目的首宗出让地，该地为住宅用地。由上可以看出，城投拿地有出于推动市场化转型的目的，即使是被动拿地，一旦房地产市场企稳，最终这些土地仍可能进行开发，从而形成一定的市场化经营收入。

### 4. 城投大规模拿地改变土地市场格局，但并未改善财政状况

本轮城投企业大规模拿地之前，我国土地市场格局是民营企业占据绝对主导地位，城投企业只是一个不太重要的参与者，但此轮城投企业大规模拿地后，我国土地市场却迎来了央企和国企共同主导土地市场的局面，尤其是城投企业拿地规模占比甚至超过了一半。虽然由于城投企业的参与，打破了土地市场的格局，但却并未改变地方政府财政状况恶化的局面，尤其是地方政府性基金收入方面，根据财政部数据，2021年地方政府性基金预算本级收入同比增长4.5%，较上年增速下降7.2个百分点，其中国有土地使用权出让收入同比增长3.5%，较上年增速下降12.4个百分点；而2022年地方政府性基金预算本级收入更是比上年下降21.6%，其中，国有土地使用权出让收入比上年下降23.3%。由此可见，城投大规模拿地虽然改变了土地市场格局，但却并未改善地方政府财政状况。

### 5. 此轮城投拿地受到政策一定影响

2022年10月8日，财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126号），其中指出严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收

入，弥补财政收入缺口；规范地方事业单位债务管控，建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务，切实防范事业单位债务风险。此次政策的出发点在于加强“三公”经费管理，严控一般性支出，缓解当前财政收支矛盾，但也有针对性地对地方政府通过地方国有企事业单位拿地从而变相做大土地出让收入的行为进行规范，反映出城投大规模拿地可能虚增地方财政收入的风险已引起监管部门的重视。由于城投企业是地方政府出资设立的企业，地方政府让城投企业从银行借钱托底土地市场，获取土地出让收入，大大地增加了财政风险。该文件出台后，地方政府通过城投“托底”土地市场做大土地出让金的行为也将会受到约束，这也势必会对城投拿地产生一定的影响。

## 二、此轮城投大规模拿地具有哪些影响？

此轮城投企业大规模拿地对城投企业自身还是宏观层面都将会带来较大的影响，具体来看：

### 1. 对城投企业

(1) 城投大规模拿地在经营上将一定程度绑定房地产业，面临较大的经营风险

城投企业主要从事土地整理和地方基础设施项目建设，部分城投企业涉及到房地产领域主要是保障房建设，只有少数城投企业因积极推动市场化转型参与了商品房开发。城投拿地后可以选择开发或者不开发，但不管开发还是不开发，大规模拿地都将会使得城投企业一定程度上绑定房地产业。如果选择开发的话，虽有利于推动市场化转型，但由于房地产开发周期较长，投资规模较大，投资回收期较长，城投企业拿地后便会面临房地产行业经营的压力，尤其大规模拿地需要较长时间才能将这些土地予以消化，也才能形成投资-收益-投资的良性经营循环。当然，城投企业有保障房开发和商品房开发两种选择，保障房开发一般有固定的销售对象，主要受政策规划影响，商品房开

发则面向市场销售，但无论保障房开发还是商品房开发都会受到房地产行业波动的影响，房地产行业的风险固然会对城投企业商品房开发产生重大影响，甚至导致城投企业商品房开发面临失败的风险，但同样如果房地产行业景气度下降，房价下跌，政府保障房建设的规划也可能缩减，因为随着房价下跌，能够购买得起房子的人将会变多，政府保障房建设的需要下降，显然这将会影响到城投企业保障房开发及销售。同时，如果选择不开发，城投企业不可能长期将土地闲置，可以用于抵押融资，或者等待更好的溢价出让机会，但无论是抵押还是溢价出售，都需看土地的价值，土地具有增值潜力，土地的价值越高，抵押和出售也都更具价值，反之，抵押品贬值，金融机构将需要更多的抵押品作为担保，土地出售也只能贬值出售，从而资产受损，而这都取决于房地产未来的发展前景，从而导致即使不开发，经营上也将受到房地产行业发展状况的“绑架”。

### (2) 城投大规模拿地导致其资产质量下降

城投主要以承担政府职能为主，资产主要集中于基础设施领域，公益性较强，盈利能力较弱，同时，城投企业大量投资于基础设施领域，一般回收期较长，需要大量融资，较好的资产往往被抵押融资，导致受限较多，流动性较差。目前城投企业大规模拿地将可能导致其资产质量变得更差，一方面，在目前土地市场遇冷的背景下土地变现能力变差，虽然城投企业拿地后即使不开发也仍可以将土地进行抵押融资，但城投企业以现金换取流动性较差的土地，资产质量只会变差，另一方面，从对城投拿地后的业务价值增长来看，城投企业拿地后如果进行保障房建设，由于保障房建设受到政府影响，一般盈利空间有限，且开发周期较长，如果拿地后进行商品房开发，虽然其中的利润一般较高，但由于房地产开发周期较长，投资资金较大，且城投企业在商业地产开发上优势不明显，因而，大规模拿地后进行土地开发未必会

显著提高城投企业盈利能力，反而对其资产的流动性是一种削弱，导致资产质量变差。

### (3) 城投大规模拿地加剧了城投企业债务风险

城投企业目前的财务特征是债务负担较重，债务率较高，且资本回报率较低。以2022年拿地城投企业为例，选取在债券市场发过债且近三年有完整财务报告的拿地城投作为样本，共计2,386家。据统计，三年间样本城投企业资产负债率分别59.81%、60.57%、61.31%，呈现不断上升趋势，反映出财务杠杆不断升高，净资产利润率分别为

1.73%、1.77%、1.46%，反映出股权资本回报率较低，且整体呈下降趋势。因而，城投企业大规模拿地只会增加城投企业债务风险。具体地看，资产流动性方面，城投企业大规模拿地会消化现金等变现较容易的资产，从而给企业流动性造成较大的压力，带来流动性风险；债务方面，由于城投企业拿地需要举借债务，这使得城投企业财务杠杆进一步扩张，债务风险也可能由此加大；地方政府支持力度方面，由于政府性基金收入下降，地方财政状况压力较大，对城投企业的支持能力出现下降。由此可见，城投企业拿地对其偿债能力是一种削弱。

表1 2020-2022年城投公司财务状况

财务指标	年份	2020年	2021年	2022年
资产负债率		59.81%	60.57%	61.31%
净资产利润率		1.73%	1.77%	1.46%
EBITDA/带息债务		0.06	0.12	0.11
现金短债比		3.85	19.94	1.5
产权比率		148.84%	153.59%	158.49%

数据来源：同花顺，中证鹏元整理

## 2. 对宏观层面

### (1) 城投大规模拿地使得隐债风险化解更为困难

城投企业拿地需要大量资金，一般需要通过举债来进行，如果城投仅仅是出于托底土地市场目的，在此情况下，城投实际上为地方政府承担了稳定土地市场的职能，地方政府则需对城投举债负起偿还责任，这将会出现新增隐性债务风险。同时，如果城投拿地后从事保障房等公益性项目建设，在项目收益难以覆盖支出的情况下，其举债可能会新增隐债风险。虽然考虑到目前隐债监管较严，城投拿地新增隐债风险可能性较小，但城投企业大规模拿地却会弱化隐债化解能力。由于城投企业是地方政府隐性债务重要的承接主体，城投企业拿地会导致企业流动性减

弱，债务负担更为加重，从而隐性债务化解也更为困难。另外，城投企业大规模拿地并未改善地方政府财政状况，虽然城投企业拿地与政府的关系好比左手倒右手，但由于城投拿地后上缴的土地出让金，地方政府需要上缴部分，这更是一定程度上减弱了当地对隐性债务的偿还能力。

### (2) 政策上并未完全堵塞地方政府通过城投拿地虚增财政收入之门

财预〔2022〕126号的出台，一定程度上有利于遏制地方政府虚增土地出让收入，有利于遏制背后所产生的财政风险。但由于地方政府让城投企业被动拿地，是地方政府土地出让收入大幅下降的背景下进行的，一定程度上反映出地方政府需要增收渠道，而由政府出资设立的城投企

业恰好可以满足政府的需要。城投企业通过向银行借款拿地，或者用自己的钱拿地后进行抵押融资补充现金流，其本质没有太大区别，即通过借银行的钱转化成地方政府的财政收入，中间只是多了一道土地出让的环节。在此情况下，虽然地方财政收入是增大了，但财政收入的扩大并未最终反映为企业经营活动的扩大，也就是说并没有实际的价值增值产生，而这最终对城投企业乃至地方财政都将是一种损害，因为土地出让金需要上缴部分，这个钱也是需要偿还的。因而，财预〔2022〕126号的出台，虽然针对性很强也很及时，但问题是这个文件只是粗略的规定，并没有更多执行的细节，无法完全堵塞地方政府借此虚增财政收入，地方政府仍然将会存在借城投拿地虚增收入的风险。

### (3) 城投企业拿地将会影响到国家对房地产行业的调控政策

房地产作为重要的必需品和投资品，很容易被投机炒作，因而，2016年中央经济工作会议提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，并且出台了与之相配套的有关政策，明确了房住不炒的基本定位，今年7月召开的中央政治局会议在房地产市场供求形势发生重大变化的背景下淡化了“房住不炒”的提法，部分城市放松了限购政策，但这并不意味着房地产投机炒作以后不会再发生了。考虑到我国城镇化进程仍未结束，未来房地产业仍将会保持平稳发展，房地产领域仍然将可能会出现投机炒作之风，从而导致政策再次收紧。而目前包括城投企业在内的央企国企大规模拿地已改变了房地产市场格局，这些企业将会成为房地产市场重要的参与者，作为国资企业，它们将会极大地影响到未来房地产调控政策的出台和走势。对于城投企业而言，由于其大规模拿地后在业务上与房地产市场深度绑定，如果房地产市场遇冷将会影响到城投企业房地产库存的去化，甚至导致城投企业经营上陷入困境，这将会给地

方政府带来沉重的负担，在此情况下，地方政府有可能会逆政策调控放松房住不炒，为城投企业积极解困，从而影响到国家对房地产市场的调控。另外，在当前促进房地产平稳健康发展的政策背景下，城投承担了一定的保交楼、保民生、保稳定的重任，但城投企业在拿地上如果投入较多，也可能影响到其承担保交楼、保民生、保稳定的任务。

## 三、城投大规模拿地如何防范风险？

由于城投大规模拿地给城投企业自身和宏观层面均带来了较大的影响和风险，为了对此进行有效的防范，既需要城投企业加强对自身的风险管控，更需政府从政策上进行风险防范。

### 1. 城投企业应加强风险管控

首先，城投需要把握拿地合理的边界，这是管控风险的前提。一是，财务上，城投企业拿地需要确定拿地对自身财务造成的冲击会有多大，即使是以自有资金拿地，也需要明确拿地后运营资金规模是否保持在合理的范围内，货币资金对短期债务的覆盖程度等，如果是举债拿地，还需要考虑举债后公司财务杠杆是否处于安全合理范围内，未来的偿债资金怎么解决，因而，尽量避免拿地给财务造成太大的风险敞口，才能合理地管控拿地带来的财务风险。二是，业务上，城投企业出于业务发展的需要或转型升级的战略考虑去拿地，如果拿地能够促进业务可持续性地发展，则在业务上的合理性就更为充分。三是，合规上，城投企业需要重点做好政策上的合规和拿地程序上的合规。政策上的合规，是防止新增隐性债务，尤其是开发项目要收益能够覆盖支出；程序上的合规，是拿地程序上做到合法合规，以及拿地后实施开发时，不得擅自变更土地用途规划，即使要变更土地用途，也应按照合法合规程序进行等。

其次，针对城投企业大规模拿地可能导致的经营风险，核心是城投企业应加强房地产开发业务，让房地产业务成为其重要的利润来源。一是，城投要客观、全面地评估自身开发实力，对自身的操盘实力、质量管控力、融资能力等进行科学评估，同时，审慎评估目标地块质量，包括区位、周边配套、人口密度、规划条件等，掌握好这些基础条件，有利于从源头上防范房地产开发经营风险；二是，由于房地产开发涉及规划设计、成本控制、营销策划、施工管理等多方面的专业环节，需要不断提高技术能力，做好人才储备。同时，进行开发时要把握好项目定位，做好精细化服务，要提高产品的质量和竞争力，提供适销对路的产品；三是，可以创新房地产开发机制，比如采取合作开发、委托承包等方式，从而减少房地产市场风险给自身带来的影响，但选择开发模式时需要对各种模式进行慎重的权衡，避免因开发模式不科学而加大投资失败风险。

再者，针对大规模拿地带来的资产质量下降风险，城投企业可以采用的防控策略：一是，争取政府注入优质资产，增强城投企业实力。二是，要加大对企业资产的盘活，最大限度地挖掘资产的变现价值。对于与自身长期发展战略相关性较低的资产，可选择进行置换、出售或租赁，以达到优化业务结构、改善收益水平的目的；对于与自身长期发展战略高度相关的资产，要通过科学合理的方式对其进行整合重组，以实现提升资产质量、强化获利能力的目标。三是，充分利用资产证券化，像发行资产支持证券、推进IPO、发行公募REITs等，不仅可以增强企业资本实力，扩大融资，增强资产流动性，还有利于推进自身经营能力的提升。四是，构建完善的管理制度，杜绝制度漏洞，特别是城投企业向市场化转型中需加强内控机制的完善，防止经营失误中给企业造成巨大的损失。

此外，针对大规模拿地导致城投企业债务风险的上升，城投企业应当：一是，通过分类化解存量债务风险。对于纯公益性项目所负债务，主要还是争取通过地方政府债务置换来化债（比如再融资专项债）。对于准公益性项目所负债务，除了债务化解上以长换短、借新还旧，还可引入PPP模式。对于经营性项目所负债务，重点是解决债务期限错配和融资成本过高的问题。二是，加强对债务的管理，建立举债约束机制，防止盲目举债，同时，建立对债务风险的动态管理机制，加强流动性管理，防范债务到期风险。

## 2. 相关政策建议

一是，城投企业被动拿地，主要是政企不分所致，因而，政策层面需要继续推进城投企业市场化转型。首先，要继续推动政企关系的理顺，完善政府以管资本为主的国企管理机制，地方政府作为出资人，主要关注国有资本的布局、运营、收益等，并重点防止国有资产的流失，城投企业负责具体的经营事务。其次，推进城投企业市场化转型，鼓励和支持城投企业确立市场化发展方向，建立市场化经营管理体制，大力拓展市场化业务，同时，地方政府对城投企业要建立以业绩为主的经营考核机制。再者，给与城投企业转型更多的支持，政府应当以合法合规的方式将其持有的优质资源、资产、资本和资金（政府投资项目的代建权、公用事业领域的经营权、园区的开发权等）更多地注入城投公司，并将能产生持续稳定现金流的优质市场化项目交由城投公司来做，从而确保城投企业在经营基础稳定、可持续的同时切实支持其实现更长久、更健康的转型发展。

二是，针对城投企业拿地所导致的虚增财政收入风险，一方面，要出台防范地方政府让城投企业拿地虚增土

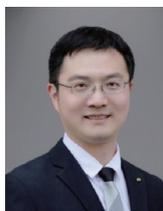
地财政收入的配套细则，比如，城投企业拿地要明确具体资金来源，要求城投企业拿地需有具体的土地开发计划等，另一方面，要加强对金融机构的监管，明确金融机构贷款给城投企业拿地的相关要求，比如，规定金融机构贷款给城投企业拿地需要有具体的开发要求等。

三是，防范城投企业拿地新增隐债风险和隐债化解风险，首先，政策上继续推动地方政府剥离城投企业融资职能，继续规范地方政府举债融资行为，对违法违规行为继续予以打击，从而坚决防止新增隐债，尤其是在城投企业大规模拿地背景下，更需加大对地方政府让城投企业托底土地市场盲目拿地盲目贷款的规范，城投企业拿地应当基于其相关能力和需求。其次，政策上继续推动对城投存量债务进行全面甄别，力争将其中隐藏政府性债务显性化，并支持地方政府继续发行特别再融资债对其进行置换。同时，鼓励地方政府对于城投企业背负的隐性债务，通过财政预算安排、出售资产、债务重组等多种方式积极化债。再者，目前来看，城投投资政策依然总体偏紧，企业债发行审核权划转很可能会阻断弱资质城投公司的发债之路，结构化发行的监管再升级导致非常规发债渠道难以为继，非标融资更是处于被持续压降、严禁新增的困境之中，涉及隐债主体的流贷虽视必要情况可进行续作但总体仍逐步压缩，城投公司极其缺乏适用性强且持续性好的融资工具和模式。由于融资环境不利的现状客观上一定会加大城投公司拿地后的资金链断裂风险，进而还可能引发债务暴雷等更严重的后果。因而，政策上适度调整优化城投融资政策，有利于防范城投企业债务风险。

四是，针对城投企业大规模拿地将会给房地产调控政策所带来的负面影响，首先，推动城投企业继续转型，推动城投公司与地方政府的信用脱钩，更为严格地划清企业债务与政府债务的界限，再次重申城投公司因自身投资决

策失误或经营不善导致的债务问题应由其自身承担，坚决杜绝由地方政府承担无限连带责任的情形。另一方面，提高城投企业进入商品房领域准入门槛，从应具备的业务经验、专业资质、资源禀赋、团队素质等方面设置较为明确且细化的要求，比如，城投公司转型为商品房开发商时，可要求其应具备至少三级及以上资质，要求其储备地块中至多有不超过50%以上位于偏远地段，要求其合作开发的房地产开发商不存在公开违约情形等。在此基础上，还需加大对城投企业房地产开发业务的考核要求，督促其提高房地产开发核心竞争力。另外，为了完成保交楼保民生的任务，政策上可以要求地方政府从资金、审批等方面给与城投企业更多的支持。

五是，从更长远来看，防范拿地风险必须要加快推进财税体制改革。首先，要拓展地方财源，可以合理提高增值税、所得税等税种地方分享比例，将部分消费税种纳入地方共享范围，稳步推进房产税、遗产税等税收制度改革，探索中央财政对地方减税降费的补偿机制，使地方财力能够更好匹配地方财政支出责任。其次，秉承公共产品外部性、信息对称、激励相容的原则，调整优化央地事权划分，继续上收部分事权到中央政府，建议中央财政更多地承担起基建投资（尤其是跨省区的基础设施）等宏观调控责任，同时通过对教育、养老、医疗、公共卫生等公共服务的全国统筹，调整和规范中央和地方之间的事权分配。再者，继续完善中央对地方政府的监管和绩效考核机制，尤其是进一步规范地方政府举债行为。



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。

CSCI PENGYUAN

## 经典案例与评级项目列表

## 经典案例

### 一、“招商证券-长城保理1期资产支持专项计划”-支持民营企业高质量发展

2023年12月19日，由长城商业保理（天津）有限公司（以下简称“长城保理”）作为原始权益人的供应链ABS产品“招商证券-长城保理1期资产支持专项计划”（以下简称“专项计划”）在上海证券交易所成功发行。该专项计划储架规模30亿元，本期发行规模为3.07亿元，为长城保理首单ABS产品，其中优先A1级发行规模1.43亿元，债项评级AAA，全场认购倍数1.51倍，发行利率3.17%；优先A2级发行规模1.63亿元，债项评级AAA，全场认购倍数1.29倍，发行利率3.29%；次级发行规模100万元。

该专项计划的成功发行，充分表明资本市场对长城保理经营实力和资产质量的高度认可，体现了投资者对长城保理未来发展的信心，是长城保理在资本市场上的一座重要里程碑，为长城保理的业务发展注入了新活力。

### 二、“23罗投控01”——创2023年以来广东省同期限、同评级私募公司债发行利率新低

2023年12月14日，深圳市罗湖投资控股有限公司首期私募公司债成功簿记发行。本期债券由中证鹏元授予主体AAA，债项AAA级别，发行规模5亿元，期限3+2年，簿记发

行全场倍数2.26倍，票面利率2.90%，创2023年以来广东省同期限、同评级私募公司债发行利率新低。

### 三、“23人保健康永续债”——中国人民健康保险股份有限公司首单永续债

2023年12月7日，中国人民健康保险股份有限公司2023年无固定期限资本债券成功发行。本期债券由中证鹏元授予主体及债项AAA级别，发行规模25亿元，债券期限5+N年，发行利率3.50%，获得市场投资者积极申购。本次债券为中国人民健康保险股份有限公司首次发行永续债，也为其他保险公司发行永续债起到示范作用。

### 四、“中信建投-深铁集团金融科技大厦资产支持专项计划（碳中和）”——全国首单国企TOD项目类REITs

2023年12月6日，深圳市地铁集团有限公司首支类REITs成功簿记发行。本期债券由中证鹏元授予债项AAA级别，发行规模19.32亿元，期限3+3+3+3+2年。簿记发行全场倍数2.57倍，票面利率3.29%，为全国首单国企TOD项目类REITs，创2023年以来国内商业物业类REITs及深交所类REITs最低发行利率。

## 五、“23富海K1”——广东省首单民营企业科创债

2023年12月1日，深圳市东方富海投资管理股份有限公司2023年首期非公开科技创新公司债成功簿记发行。本期债券由中证鹏元授予主体AA，债项AAA级别，由深圳市高新投集团有限公司提供担保，期限2+1年，票面利率4%，为广东省首单民营企业科创债。

## 六、“23江国03”-全国区县首支低碳转型挂钩债

2023年11月14日，江阴市新国联集团有限公司低碳转型公司债券（第三期）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7亿元，期限3年，票面利率3.5%。为全国区县低碳转型贴标公司债券，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。

## 七、“23中山投控K1”-广东省地级市国企首单科技创新粤港澳大湾区公司债券

2023年11月14日，中山投资控股集团有限公司2023年科技创新公司债券在深交所成功发行。本期债券由中证鹏元授予主体及债项AAA级别，发行规模5亿元，期限2年，票面利率2.88%，全场认购倍数5.5倍。债券发行筹集资金将聚焦服务中山市创新驱动发展战略和产业转型升级，优先用于投资先进制造业、战略性新兴产业等种子期、初创期及成长期企业，为科技创新助力，支持创新产业园区、现代产业体系及生态文明建设。本次债券为广东省地级市国企首单科技创新粤港澳大湾区专项公司债券，创2023年广东省地级市国企公司债票面利率新低。

## 八、“G云林K1”无锡市首单绿色科技创新公司债券

2023年11月13日，无锡市云林金投投资控股有限公司绿色科技创新公司债券(第一期)在交易所顺利发行，本期债券由无锡金开产业发展运营集团有限公司担保，中证鹏元授予债项AA+评级，发行规模6亿元，期限3年，票面3.72%。为无锡市首单绿色科技创新公司债券，助力区域绿色产业发展，加快构建现代化产业体系。

## 九、“中国电建-中国水利水电第四工程局有限公司2023年首期信用模式资产支持专项计划（央企系供应链ABS）”——创同期同级别同期限供应链资产支持专项计划发行利率最低

中电建商业保理有限公司作为原始权益人的“中国电建-中国水利水电第四工程局有限公司2023年首期信用模式资产支持专项计划（央企系供应链ABS）”于2023年7月在上交所成功发行！项目采取“一次申报、分期发行”的储架模式，储架总规模20亿元，首期项目的基础资产为电建水电四局的应付账款，由中证鹏元授予优先级债项AA+级别，本次发行规模1.1亿，其中优先级规模1.09亿，产品期限1年，发行利率2.95%，发行价格创同期同级别同期限供应链资产支持专项计划发行利率最低。二期计划于2023年11月17日再次成功发行！中国电建ABS的成功发行，是电建保理公司作为电建集团的金融平台之一，贯彻落实党的二十大精神有益探索，也是持续强化金融服务能力，落实“以融助产、产融结合”战略，持续发扬金融产品创新精神。

2023年4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
宝应县开发投资有限公司	23宝应开投债01	12-11	3.50	4.60	7	AA	AAA	企业债	江苏	扬州	综合
江苏宿城国有资产经营管理有限公司	23宿城小微债01	10-18	3.47	6.00	5(3+2)	AA	AAA	企业债	江苏	宿迁	建筑装饰
邳州市建设投资集团有限公司	23邳峡债02	09-27	5.30	4.90	7	AA	AA+	企业债	四川	成都	建筑装饰
邳州市建设投资集团有限公司	23邳峡债01	09-27	5.00	4.50	7	AA	AAA	企业债	四川	成都	建筑装饰
安徽金寨国有资产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
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	23蒙电Y2	12-07	3.23	10.00	(3+N)	AAA	AAA	公司债	内蒙古	呼和浩特	公用事业
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	23蒙电Y1	12-07	3.10	5.00	(2+N)	AAA	AAA	公司债	内蒙古	呼和浩特	公用事业
深圳市创新投资集团有限公司	23深创投02	12-06	3.35	10.00	5	AAA	AAA	公司债	广东	深圳	非银金融
深圳市龙岗区城市建设投资集团有限公司	23龙岗01	11-22	2.70	5.00	5(3+2)	AAA	AAA	公司债	广东	深圳	非银金融
深圳市创新投资集团有限公司	23创投K2	11-16	3.30	5.00	5	AAA	AAA	公司债	广东	深圳	非银金融
中山投资控股集团有限公司	23中山投控K1	11-16	2.88	5.00	2	AAA	AAA	公司债	广东	中山	环保
五矿资本控股有限公司	23五资03	10-27	3.27	13.00	3	AAA	AAA	公司债	北京	北京	综合
四川阳安交通投资有限公司	23阳安债	12-28	6.00	10.00	3	AA	AA+	公司债	四川	成都	综合
亳州宜居综合开发有限公司	23亳直01	12-27	3.67	7.50	5(3+2)	AA	AAA	公司债	安徽	亳州	建筑装饰
惠州大亚湾科创集团有限公司	23创集K2	12-22	3.50	2.00	5(3+2)	AAA	AAA	公司债	广东	惠州	建筑装饰
河源市国有资产经营有限公司	23河源1	12-22	4.	6.	3	AA	AA	公司债	广东	河源	综合
泰州市新滨江开发有限责任公司	23泰滨7	12-22	3.94	5.52	3	AA	AA+	公司债	江苏	泰州	建筑装饰
昌吉市国有资产投资经营有限责任公司	23昌吉1	12-21	4.	1.	2	AA	AA+	公司债	新疆	昌吉回族自治州	综合
慈溪市观海卫城建投资开发有限公司	23观城1	12-21	3.29	8.	5(3+2)	AA	AA+	公司债	浙江	宁波	综合
寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司	23寿光4	12-2	4.	3.8	2	AA+	AAA	公司债	山东	潍坊	建筑装饰
广州白云产业投资集团有限公司	23云产1	12-2	3.4	12.	3	AA+	AA+	公司债	广东	广州	综合
四川聚兴建设实业有限公司	23聚兴1	12-15	5.	7.	5(3+2)	AA	AA+	公司债	四川	达州	综合
明光跃龙投资控股集团有限公司	23明光2	12-18	3.69	4.	3	AA	AAA	公司债	安徽	滁州	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
新沂市城市发展集团有限公司	23沂投5	12-15	3.98	5.9	3	AA	AAA	公司债	江苏	徐州	建筑装饰
深圳市罗湖投资控股有限公司	23罗投控1	12-18	2.9	5	5(3+2)	AAA	AAA	公司债	广东	深圳	建筑装饰
武汉蔡甸生态发展集团有限公司	23蔡生态	12-13	3.76	4.86	5(3+2)	AA	AAA	公司债	湖北	武汉	社会服务
济宁城乡振兴开发建设有限公司	23城乡2	12-11	5.4	7	3	AA	AA+	公司债	山东	济宁	建筑装饰
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	23桐文1	12-11	3.48	5	3	AA	AA+	公司债	浙江	杭州	综合
泰州市姜堰交通建设发展有限公司	23姜交3	12-8	3.8	3	3	AA	AA+	公司债	江苏	泰州	建筑装饰
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	23富海K1	11-29	4	1.9	3(2+1)	AA	AAA	公司债	广东	深圳	非银金融
济宁市新城发展投资有限责任公司	23济新城	11-24	5.5	3.5	2	AA	AA+	公司债	山东	济宁	建筑装饰
寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司	23寿远2	11-24	6.5	3	2	AA	AA+	公司债	山东	潍坊	建筑装饰
萍乡市昌兴投资有限公司	23昌兴1	11-23	4	5	3	AA	AAA	公司债	江西	萍乡	建筑装饰
无锡市云林金投资控股有限公司	G云林K1	11-2	3.72	6	3	AA+	AA+	公司债	江苏	无锡	建筑装饰
丰县经济开发区投资发展有限责任公司	23丰开6	11-15	5	2.35	3	AA	AA	公司债	江苏	徐州	建筑装饰
丰县经济开发区投资发展有限责任公司	23丰开5	11-15	4.3	2	3	AA	AA+	公司债	江苏	徐州	建筑装饰
临沂振东建设投资有限公司	23临东2	11-16	5.2	1.5	2	AA	AA+	公司债	山东	临沂	建筑装饰
广州南沙科金控股集团有限公司	23南沙K2	11-14	3.2	2	5(3+2)	AA	AAA	公司债	广东	广州	非银金融
鹰潭市国有控股集团有限公司	23鹰控4	11-9	3.74	1.49	5(2+2+1)	AA+	AA+	公司债	江西	鹰潭	综合
成都市新津环境投资集团有限公司	23新津2	11-8	4.3	4	3	AA	AAA	公司债	四川	成都	建筑装饰
亳州城建发展控股集团有限公司	23亳建3	11-7	3.78	7.5	3	AA	AAA	公司债	安徽	亳州	房地产
南通开元投资开发集团有限公司	23开元2	11-1	3.9	6	3	AA	AA+	公司债	江苏	南通	房地产
昆明市晋宁区国有资本运营有限公司	23晋宁债	1-27	7.5	9	3	AA	AA	公司债	云南	昆明	综合
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	23桐旅3	1-26	4.8	7.8	3	AA	AA	公司债	浙江	杭州	社会服务
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	23嵊州3	1-23	3.97	5	5(3+2)	AA+	AA+	公司债	浙江	绍兴	建筑装饰
山东海洋文化旅游发展集团有限公司	23鲁旅1	1-2	6.2	5	3	AA	AA+	公司债	山东	日照	建筑装饰
许昌市魏都投资有限责任公司	23魏投1	1-23	4.9	3	5(2+2+1)	AA	AAA	公司债	河南	许昌	建筑装饰
惠州大亚湾科创集团有限公司	23创集K1	1-18	3.39	3	5(3+2)		AAA	公司债	广东	惠州	建筑装饰
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	23长湖2	1-16	4.15	1.5	3	AA	AA+	公司债	浙江	湖州	社会服务
雅安发展投资有限责任公司	23雅安发展MTN1	12-2	4	5	5(3+2)	AA	AAA	中票	四川	雅安	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
广州高新区现代能源集团有限公司	23现代能源MTN2(绿色)	12-6	3.47	4.4	5(3+2)	AA+	AA+	中票	广东	广州	房地产
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN23	12-5	3.19	1	(3+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
大唐山东发电有限公司	23大唐山东MTN1	11-28	3.68	5	(2+N)	AA+	AA+	中票	山东	青岛	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN22	11-23	2.99	15	(2+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN21(科创票据)	11-17	2.77	1.5	2	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN2	11-6	3.28	2	(3+N)	AAA	AAA	中票	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MTN2	11-3	3.79	1	(2+N)	AAA	AAA	中票	广东	广州	建筑装饰
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN19	11-2	3.32	2	(3+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
天津港(集团)有限公司	23天津港MTN1(科创票据)	1-3	3.8	1	5	AAA	AAA	中票	天津	天津	交通运输
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN18	1-24	3.23	2	(2+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN17	1-2	3.4	2	(3+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN16	1-13	3.28	15	(3+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
中国大唐集团有限公司	23大唐集MTN15	1-11	3.6	15	(2+N)	AAA	AAA	中票	北京	北京	公用事业
陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	23陕文投SCP2	12-22	4.67	3	.66	AA	超短融	超短融	陕西	西安	传媒
云南省资产管理集团有限公司	23云南资产SCP1	12-2	4.2	2.5	.49	AA+	超短融	超短融	云南	昆明	综合
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP13	12-2	2.74	5	.66	AAA	超短融	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SCP11	12-19	3	5	.25	AAA	超短融	超短融	天津	天津	非银金融
唐山市通顺交通投资开发有限责任公司	23通顺交投SCP1	12-13	3.13	4.2	.74	AA+	超短融	超短融	河北	唐山	建筑装饰
陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	23陕文投SCP1	12-13	4.5	5	.74	AA	超短融	超短融	陕西	西安	传媒
宜春发展投资集团有限公司	23宜春发展CP3	12-8	3.5	5.7	1	AA+	短融	短融	江西	宜春	建筑装饰
知识城(广州)投资集团有限公司	23知识城SCP12	12-1	2.7	15	.74	AAA	超短融	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SCP1	11-24	2.7	15	.66	AAA	超短融	超短融	天津	天津	非银金融
海安开发区建设投资有限公司	23海安开发CP1	11-22	2.92	5	1	AA+	短融	短融	江苏	南通	建筑装饰
南京江宁国有资产经营集团有限公司	23江宁国资SCP1	11-16	2.75	5	.33	AA+	超短融	超短融	江苏	南京	建筑装饰
中国康富国际租赁股份有限公司	23康富租赁SCP2	11-1	4	5	.49	AAA	超短融	超短融	北京	北京	非银金融
苏州资产管理有限公司	23苏州资产SCP5	11-8	2.85	3	.49	AAA	超短融	超短融	江苏	苏州	非银金融
深圳市天健(集团)股份有限公司	23天健集SCP3	11-8	2.8	11	.73	AA+	超短融	超短融	广东	深圳	房地产

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
内蒙古交通集团有限公司	23内蒙交通SCP3	11-7	2.84	1.	.74	AA+	超短融	超短融	内蒙古	呼和浩特	交通运输
内蒙古交通集团有限公司	23内蒙交通SCP2	11-1	2.98	1.	.73	AA+	超短融	超短融	内蒙古	呼和浩特	交通运输
重庆市永川区兴建建设发展有限公司	23渝兴永CP1	1-3	3.5	1.	1.	AA	A-1	短融	重庆	重庆	房地产
萍乡市汇丰投资有限公司	23萍乡汇丰SCP2	1-26	3.9	5.	.74	AA	A-1	超短融	江西	萍乡	建筑装饰
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	23景德镇城CP5	1-18	4.5	7.	1.	AA	短融	短融	江西	景德镇	建筑装饰
青岛城乡建设融资租赁有限公司	青租19A3	12-27	3.67	1.56	2.67	AAA	ABS	ABS	山东	青岛	非银金融
青岛城乡建设融资租赁有限公司	青租19A1	12-27	3.24	2.87	.66	AAA	ABS	ABS	山东	青岛	非银金融
青岛城乡建设融资租赁有限公司	青租19A4	12-27	4.2	.55	3.17	AAA	ABS	ABS	山东	青岛	非银金融
青岛城乡建设融资租赁有限公司	青租19A2	12-27	3.38	2.17	1.67	AAA	ABS	ABS	山东	青岛	非银金融
深圳市前海一方恒融商业保理有限公司	一方1A1	12-25	4.	4.3	3	AAA	ABS	ABS	广东	深圳	非银金融
深圳市前海一方恒融商业保理有限公司	一方1A2	12-25	4.3	2.47	3	AA+	ABS	ABS	广东	深圳	非银金融
江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司	23钟吾A3	12-21	3.95	1.25	3	AAA	ABS	ABS	江苏	徐州	房地产
江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司	23钟吾A1	12-21	3.55	.8	1.	AAA	ABS	ABS	江苏	徐州	房地产
江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司	23钟吾A2	12-21	3.9	.8	2.1	AAA	ABS	ABS	江苏	徐州	房地产
长城商业保理(天津)有限公司	长城1A1	12-19	3.17	1.43	.47	AAA	ABS	ABS	天津	天津	
长城商业保理(天津)有限公司	长城1A2	12-19	3.29	1.63	.55	AAA	ABS	ABS	天津	天津	
中国建设银行股份有限公司	23建鑫12优先	12-21	3.1	3.85	1.35	AAA	ABS	ABS	北京	北京	银行
安吉租赁有限公司	安和9A1	12-7	2.95	9.	.89	AAA	ABS	ABS	上海	上海	非银金融
安吉租赁有限公司	安和9A2	12-7	3.	3.2	1.47	AAA	ABS	ABS	上海	上海	非银金融
深圳市地铁集团有限公司	23深铁优	12-6	3.29	15.46	17.	AAA	ABS	ABS	广东	深圳	交通运输
深圳市高新投小额贷款有限公司	福高6A1	12-5	3.15	1.35	1.	AAA	ABS	ABS	广东	深圳	非银金融
京能国际能源发展(北京)有限公司	23京能2号ABN3优先	12-8	2.89	9.6	.16	AAA	ABS	ABS	北京	北京	公用事业
京能国际能源发展(北京)有限公司	23京能1号ABN4优先(绿色)	11-24	2.85	9.67	.15	AAA	ABS	ABS	北京	北京	公用事业
中电建商业保理有限公司	水四2优	11-17	3.4	4.2	1.937	AA+	ABS	ABS	天津	天津	非银金融
北京清洁能源电力股份有限公司	GC京能2A	11-15	2.95	19.	2.99	AAA	ABS	ABS	北京	北京	公用事业
中国农业银行股份有限公司	23农盈利信众兴3优先	11-14	3.4	6.4	2.7	AAA	ABS	ABS	北京	北京	银行
德银融资租赁有限公司	23德银A	1-27	3.99	3.62	.93	AAA	ABS	ABS	上海	上海	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
德银融资租赁有限公司	23德银B	1-27	4.6	.33	1.18	AA+	AA+	ABS	上海	上海	非银金融
中电建商业保理有限公司	23电3优	1-2	3.5	5.45	.89	AAA	AAA	ABS	天津	天津	非银金融
浙江镇洋发展股份有限公司	镇洋转债	12-29	2	6.6	6	AA-	AA-	可转债	浙江	宁波	基础化工
浙江华康药业股份有限公司	华康转债	12-25	2	13.3	6	AA-	AA-	可转债	浙江	衢州	基础化工
宁波家联科技股份有限公司	家联转债	12-22	2	7.5	6	AA-	AA-	可转债	浙江	宁波	轻工制造
浙江亿田智能厨电股份有限公司	亿田转债	12-21	3	5.2	6	AA-	AA-	可转债	浙江	绍兴	家用电器
中能电气股份有限公司	中能转债	12-11	2	4	6	A+	A+	可转债	福建	福州	电力设备
山东凯盛新材料股份有限公司	凯盛转债	11-29	2	6.5	6	AA-	AA-	可转债	山东	淄博	基础化工
金现代信息产业股份有限公司	金现转债	11-27	3	2.3	6	A+	A+	可转债	山东	济南	计算机
内蒙古欧晶科技股份有限公司	欧晶转债	11-24	2	4.7	6	AA-	AA-	可转债	内蒙古	呼和浩特	电力设备
江苏丽岛新材料股份有限公司	丽岛转债	11-15	2	3	6	A+	A+	可转债	江苏	常州	有色金属
深圳信测标准技术服务股份有限公司	信测转债	11-9	2	5.45	6	AA-	AA-	可转债	广东	深圳	社会服务
广州市金钟汽车零部件股份有限公司	金钟转债	11-9	4	3.5	6	A	A	可转债	广东	广州	汽车
浙江芯能光伏科技股份有限公司	芯能转债	1-26	3	8.8	6	AA-	AA-	可转债	浙江	嘉兴	公用事业
浙江泰坦股份有限公司	泰坦转债	1-25	5	2.96	6	A	A	可转债	浙江	绍兴	机械设备
信阳国信发展集团有限公司	23信阳国信PPN1	12-8	3.8	4	5(2+2+1)	AA	AAA	PPN	河南	信阳	环保
光大永明人寿保险有限公司	23光大永明永续债1	12-29	3.34	12.7	(5+N)	AAA	AA+	金融债	天津	天津	非银金融
太平人寿保险有限公司	23太平人寿永续债1	12-21	3.3	11	(5+N)	AAA	AAA	金融债	上海	上海	非银金融
六安农村商业银行股份有限公司	23六安农商行二级资本债1	12-14	5.6	.5	1(5+5)	AA-	A+	金融债	安徽	六安	银行
中国人民健康保险股份有限公司	23人保健康永续债	12-11	3.5	25	(5+N)	AAA	AAA	金融债	北京	北京	非银金融
珠海华润银行股份有限公司	23华润银行小微债3	11-23	2.85	3	3	AAA	AAA	金融债	广东	珠海	银行
湖南湘江新区农村商业银行股份有限公司	23湘江农商行二级资本债1	11-9	5	2.4	1(5+5)	AA	AA-	金融债	湖南	长沙	银行
新华人寿保险股份有限公司	23新华人寿资本补充债1	11-6	3.4	1	1(5+5)	AAA	AAA	金融债	北京	北京	非银金融
株洲农村商业银行股份有限公司	23株洲农商行二级资本债1	1-31	5.2	1	1(5+5)	AA-	A+	金融债	湖南	株洲	银行
雅安市商业银行股份有限公司	23雅安商行小微债	11-1	3.4	5	3	AA	AA	金融债	四川	雅安	银行
财信证券股份有限公司	23财证1	1-2	3.18	2	3	AAA	AAA	金融债	湖南	长沙	非银金融
国元证券股份有限公司	23国元2	1-19	3	15	3	AAA	AAA	金融债	安徽	合肥	非银金融



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](http://www.cspengyuan.com)



微信公众号