

远东信用观察

季刊

FAREAST CREDIT OBSERVER

2023.10.15

2023年第3期, 总第19期

- 公司动态 | 第二届长三角信用论坛9月8日在上海顺利举行!
- 宏观经济与政策研究 | 民营企业债券市场融资现状、局限及对策思考
- 特别关注 | 完善生态环保信用制度 促进人与自然和谐共生
- 行业研究 | 广西柳州市区域经济及产业发展状况浅析
- 绿色专题研究 | GEP生态价值贷业务开发模式解析与案例分析
- 评级技术研究 | 区域风险评价在城投公司信用评级中的应用



远东资信
FAREAST CREDIT

公司简介

Company Profile

■ 中国第一家社会化专业资信评估公司

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等监管部门和行业自律机构认定的全部评级资质，已实现境内市场全牌照经营。2020 年，按照《信用评级业管理暂行办法》和《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》的要求，远东资信完成中国人民银行和中国证监会的首次备案。2022 年 9 月 21 日，远东资信获评绿色债券标准委员会认证的绿色债券评估认证资质。

远东资信设有博士后科研工作站，与清华大学、中央财经大学、同济大学、中国社科院等国内顶尖院校和科研机构合作，致力于探索信用科技、绿色债券、“一带一路”等前沿领域的深入研究，推动科研型信用评级机构建设。

■ 打造有公信力和国际影响力的民族品牌信用评级机构

站在新的历史起点上，远东资信继续发挥深耕评级行业三十余年的专业优势，推动企业征信、信用管理和信用科技多元业务创新发展，探索出“一拖三”的业务架构和“科技赋能信用建设”的发展模式。公司业务范围涵盖评级业务、投资者服务、定制化业务、企业征信和贷（投）后监管等五大板块，为广大投资人、合作伙伴和客户提供全方位的综合信用服务。

在评级行业迈入高质量发展的新时期，远东资信坚持以“服务资本市场，助力信用中国”为使命，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，以合规为本，以专业为纲，助力信用中国的建设工作和中国评级行业对外开放，着力打造有公信力和国际影响力的民族品牌信用评级机构。

全牌照

——银行间、交易所全覆盖。

第一家

——中国第一家社会化专业资信评估机构，1988 年 2 月成立。

民族品牌

——国资控股。

CONTENTS

目录

公司动态

Company News

第二届长三角信用论坛9月8日在上海顺利举行！	02
远东资信博士后答辩报告会圆满举行	05
远东资信评级债券近期成功发行案例	06

债市政策动态

Bond Market Policy Dynamics

第三季度债市相关十大政策 远东资信研究与发展部	09
-------------------------------	----

特别关注

Focus

完善生态环保信用制度 促进人与自然和谐共生 简奖平 杨安澜 陈浩川	14
---	----

绿色专题研究

Green Topic Research

GEP生态价值贷业务开发模式解析与案例分析 孙晨童 刘夏明	19
国内绿色资产证券化发展现状及建议 沈洋	25

宏观经济与政策研究

Macroeconomy and Policy Research

民营企业债券市场融资现状、局限及对策思考 简尚波	30
《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》解读 于昊翔	38



远东信用观察（季刊）

2023年第3期 | 总第19期

2023年10月15日

主办

远东资信评估有限公司

编委会(按拼音排序)

陈红如 付晓东 高利鹏 胡冰
简奖平 刘彤祥 彭澎 施建军
王雪妮 谢红芹 徐春霞 杨秋岭

编委会主任

付晓东

主编

简奖平

责任编辑

陆明慧

行业研究

Industry Research

农村商业银行资本补充的困境	冯祖涵	43
现代设施农业发展初探	简尚波	49
工商企业的经营分析思维——以制造业为例	杨涵 武潇潇	55
广西柳州市区域经济及产业发展状况浅析	刘广华	61

债市研究

Bond Market Research

首批混合型科创票据：从政策到实践	田野	65
消费类REITs发行与投资分析要点浅析	田野	70

信用研究

Credit Research

民企新增债券违约率小幅增加,新增一家民营房企首次违约——2023年第三季度信用债违约分析	张妍, CFA	75
融资担保行业运行情况与信用分析	申学峰	82
贵州省区域信用情况研究	高永亮 姜帆	95

评级技术研究

Rating Technology Research

区域风险评价在城投公司信用评级中的应用	张妍, CFA	115
行业企业信用评级中的行业风险评价	申学峰	121

电子版详见公司官网“远东研究”栏目
<http://www.sfecr.com>

版权声明

本刊物版权归远东资信所有,未经许可,任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用,须得到远东资信授权许可。使用时,须注明出处,且不得篡改或歪曲。

远东资信对于本声明具有修改和最终解释权。

FAREAST CREDIT OBSERVER

PART .1

COMPANY NEWS

**公司
动态**

第二届长三角信用论坛 9 月 8 日在上海顺利举行!

2023 年 9 月 8 日,第二届长三角信用论坛在上海顺利召开。来自长三角地区江、浙、皖、沪三省一市信用综合管理部门和全国信用服务行业领军企业、金融机构、高校院所代表 300 余人齐聚一堂,共话长三角地区社会信用体系建设,共叙区域信用服务行业发展。

长江三角洲区域是我国经济总量大、发展最活跃、开放度最高、创新能力最强和人口密集的重要区域,在国家现代化建设和全方位开放大局中具有战略地位,也是国家发改委批复的全国首个区域信用合作示范区。今年正是长三角一体化发展上升为国家战略五周年,本届论坛由上海市信用服务行业协会、上海全球城市研究院、中国金融信息中心、上海现代服务业联合会、上海金融业联合会共同主办,远东资信评估有限公司承办,以“信用赋能新经济、新格局、新市场”为主题,旨在深入探讨、分析长三角信用发展的实践经验和理论总结,立足长三角、面向全国,推进社会信用体系建设高质量发展,持续深化新经济、新格局、新市场等领域的合作。

中国基本建设优化研究会副会长、远东资信评估有限公司名誉董事长邢军,远东资信评估有限公司副董事长王春来,上海市信用服务行业协会会长、远东资信评估有限公司总裁施建军,远东资信研究院副院长彭澎等出席论坛。



第二届长三角信用论坛现场

签约与发布环节上,正式发布了“长三角数据模型研究实验室 2.0”、《长三角地区信用人才培养倡议书》、《长三角信用创新案例》,同时也举行了《长三角信用发展》蓝皮书研究工作启动等仪式。

其中,远东资信参与了长三角数据模型实验室绿色金融专业模块共建签约仪式和《长三角地区信用人才培养倡议书》签约仪式,将为长三角地区绿色金融发展和区域信用人才培养贡献力量;远东资信文化旅游企业信用评级方法与模型入选“长三角信用创新案例”。



长三角数据模型实验室绿色金融专业模块共建签约仪式



《长三角地区信用人才培养倡议书》签约仪式



《长三角信用创新案例》发布仪式



远东资信文旅企业评级方法与模型入选“长三角信用创新案例”

圆桌论坛环节上，政界、商界、学术界、金融界等各界专家学者，分别就“上海信易贷赋能中小微企业融资”“信用赋能绿色发展”“‘数字+’加速解锁应用新场景赋能信用生态建设”“合规+信用+风控 助力民营经济发展壮大”等主题展开了分享讨论。

其中，在“上海信易贷赋能中小微企业融资”圆桌论坛上，远东资信评估有限公司副董事长王春来表示，公司将以信用为核心，深耕绿色资产标准，链接绿色金融标准，借助信用科技赋能，构建绿色信用结构，积极参与做好长三角数据模型实验室绿色金融专业模块共建工作。



远东资信评估有限公司副董事长王春来发言

在“信用赋能绿色发展”圆桌论坛上，远东资信研究院副院长彭澎表示，生态已经成为一种新型的生产要素，需要把生态效益纳入经济社会发展评价体系过程中；生态系统生产总值，也就是 GEP，是这个评价过程中的切入点和突破口。信用体系作为制度基础与保障，能够促进生态效益与经济效益的有效融合，使得生态产品不断涌现，丰富优化了 GEP 核算对象，同时也为 GEP 的核算提供了科技支撑。



远东资信研究院副院长彭澎发言

作为我国第一家社会化信用评级机构，远东资信传承家国情怀，担当历史责任，在国家战略的重点领域和创新领域推动信用建设，服务资本市场，引领绿色发展，助力中国式现代化建设。

针对中小微企业的信用特点和融资难融资贵等痛点问题，远东资信及其子公司远东执信企业征信有限公司构建了“以政府政务数据为基础、以企业交易数据为核心、以舆情数据为补充”的信用评价体系，借助现代信用科技手段，将积极推动普惠金融事业发展，促进共同富裕。

远东资信把绿色金融、绿色信用作为助力国家绿色发展的重要战略，提供包括 GEP 核算、EOD 项目设计、碳汇项目咨询、绿色企业与绿色项目评级、绿债评估认证在内的绿色领域全产业链服务，把新能源、文旅、康养等产业作为推动绿水青山向金山银山价值转化的重要载体，打通“两山”通道，夯实转化桥梁，为推动我国“双碳”战略目标的实现贡献专业力量。

远东资信博士后答辩报告会圆满举行

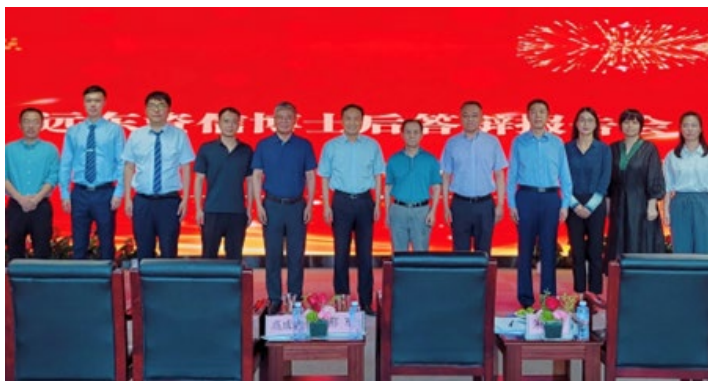
2023年8月22日上午，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）举办了“博士后答辩报告会”。本次报告会邀请到清华大学经济管理学院朱岩教授、清华大学经济管理学院朱武祥教授、中国社会科学院金融研究所张跃文研究员、中央财经大学政府管理学院邢华教授、北京师范大学经济与资源管理研究院林卫斌教授、中国老龄科学研究中心高成运书记、中国老龄科学研究中心王莉莉研究员、远东资信副董事长王春来先生担任专家评审组成员，远东资信名誉董事长邢军先生到会指导工作，上海市人力资源和社会保障局刘栋老师在线参加。本次报告会由远东资信研究院副院长彭澎主持。

会上，张旭博士作了题为《健康养老产业信用体系建设》的开题报告，张博士详细汇报了博士后开题的研究背景、研究内容、预期研究成果和后续研究子课题等内容，在进行相关概念界定的基础上，结合健康养老产业参与者、金融服务健康养老产业发展相关内容，阐述健康养老产业信用体系建设的重要性。专家组成员认为该选题适当，并从后续研究要更侧重体现现实意义等方面提出详细的指导意见。

随后，冀洋博士进行了汇报，在题为《“双碳”背景下电力企业信用风险预警研究》的出站报告中，通过定性、定量分析相结合的方法，完成电力企业识别潜在风险、降低融资成本、减轻信息不对称的创新性研究。专家评审组认为研究内容丰富，研究基础扎实，方法得当，具有创新性，并对后续内容体系完善方面给予有针对性、可操作的修改意见和建议。

最后，孙晨童博士详细汇报了其博士后期间的工作和研究成果，在题为《中国房地产行业的信用风险识别与预警研究》的出站报告中，从宏观、行业和企业三个维度，采用多种时间序列分析模型，深入研究了中国房地产业发展趋势、周期状态以及信用风险水平识别与预警等关键性问题。专家评审组对孙博士在站期间取得的成绩予以充分肯定，并对其今后的学习和工作提出了相关建议。

经过专家评审组综合评议和表决，张旭博士开题报告一致通过，冀洋博士、孙晨童博士研究成果丰硕，符合出站要求，一致同意出站！



在报告会总结发言阶段，远东资信名誉董事长邢军先生指出，博士后作为国家有目的、有层次培养的高层次、创新型人才，是国家青年科技人才队伍的重要组成部分。下一步，远东资信将在绿色信用、数字信用、科技创新等领域继续加强博士后人才招生和培养。此外，刘栋老师对博士后答辩报告会的顺利召开表示祝贺，对工作站的工作给予高度肯定。至此，本次报告会圆满结束。

远东资信评级债券近期成功发行案例

热烈庆祝

九江市国有投资控股集团有限公司

2023年面向专业投资者非公开发行公司债券（第二期）成功发行！

创今年以来江西省内非公开发行3年期及5年期公司债券最低利率！

债券简称	主体评级	发行期限	发行规模	票面利率
23九国02	AAA	3年期	12亿元	3.10%
23九国03	AAA	5年期	8亿元	3.76%

牵头主承销商：CICC 中金公司

联席主承销商：浙商证券、申万宏源证券、大公国际资信评估有限公司

特别鸣谢：上海证券交易所、九江银行、中国邮储银行、中信银行、交通银行

热烈庆祝

成都都江堰投资发展集团有限公司

2023年非公开发行公司债券（第四期）成功发行！

都投集团

债券简称	主体评级	发行规模	债券期限	票面利率
23都投04	AA+	3.5亿元	3年	5.20%

发行人：成都都江堰投资发展集团有限公司

主承销商：中邮证券

评级机构：远东资信

会计师事务所：天衡会计师事务所(特殊普通合伙) 律师事务所：重庆律师事务所

热烈祝贺

盐城城北开发建设投资有限公司

2023年面向专业投资者非公开发行公司债券(第二期)

——成功发行——

创盐城市亭湖区同期限债券历史最低利率！

债券简称	发行规模	债券期限	票面利率	主体评级
23城北02	6.08亿元	3年	4.36%	AA+

东吴证券核心价值观：待人忠 办事诚 共享共赢

发行人：城北开投

独家主承销商、簿记管理人：东吴证券股份有限公司

特别鸣谢：南京银行、渤海银行、联合资信评估有限公司

评级机构：联合资信评估有限公司

热烈祝贺

盐城城北开发建设投资有限公司

2023年面向专业投资者非公开发行公司债券(第一期)

——成功发行——

创盐城市区县级主体同期限公司债券历史最低利率！

债券简称	发行规模	债券期限	票面利率	主体评级
23城北01	6亿元	2年	4.3%	AA+

东吴证券核心价值观：待人忠 办事诚 共享共赢

发行人：城北开投

独家主承销商、簿记管理人：东吴证券股份有限公司

特别鸣谢：南京银行、渤海银行、苏州银行、联合资信评估有限公司

评级机构：联合资信评估有限公司

热烈庆祝

嘉兴市城市投资发展集团

2023年面向专业投资者非公开发行公司债券（第二期）

发行成功

簿记日	主体评级	全场倍数
2023-10-20	AAA	4

债券简称	发行规模	发行期限	发行利率
23嘉城02	6亿元	3年	3.15%
23嘉城03	4亿元	5年	3.45%

牵头主承销商、簿记管理人：华泰联合证券

联席主承销商：CICC 中金公司、中信证券

审计机构：华泰联合证券

评级机构：联合资信

法律顾问：中伦律师

热烈祝贺

北京通州房地产开发有限责任公司
2023年非公开发行公司债券(第二期)
成功发行!

★ 2023年以来全国同评级同期限公司债最低发行利率!

债券简称	发行规模	债券期限	票面利率	主体评级	认购倍数
23通开02	7.9亿元	2+2+1年	3.19%	AA+	2.48

主承销商/簿记管理人: 申万宏源证券
法律顾问: 霍光律师事务所
审计机构: 中审亚太会计师事务所
评级机构: 远东资信评估有限公司
监管银行: 华夏银行

热烈祝贺

安信-济南城建第1期应收账款资产支持专项计划成功发行!
济南城建集团有限公司首次登陆债券资本市场!



债券简称	发行规模	债券期限	债项评级	发行利率	全场倍数
济城建1A	10.50亿元	2.75年	AAA+	3.40%	1.29
济城建1C	0.56亿元	2.75年	-	-	-

原始权益人/差额支付承诺人: 济南城建集团
计划管理人: 安信资管
销售机构: 安信证券
法律顾问: 众成清泰律师事务所
评级机构: 远东资信
现金流预测机构: 北京兴华

热烈庆祝

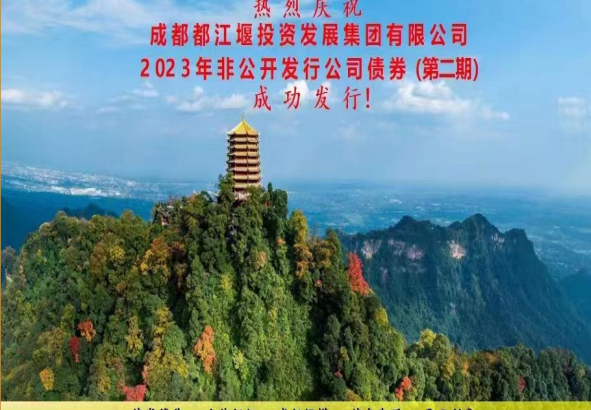
成都都江堰投资发展集团有限公司
2023年非公开发行公司债券(第二期)
成功发行!

债券简称	主体评级	发行规模	债券期限	票面利率
23都投03	AA+	3.5亿元	3年	5.80%

发行人: 成都都江堰投资发展集团有限公司
主承销商: 中邮证券
评级机构: 远东资信
律师事务所: 霍光律师事务所
会计师事务所: 天衡会计师事务所(特殊普通合伙)
特别鸣谢: 瀚银理财

热烈庆祝

成都都江堰投资发展集团有限公司
2023年非公开发行公司债券(第二期)
成功发行!



债券简称	主体评级	发行规模	债券期限	票面利率
23都投02	AA+	3亿元	3年	6.00%

发行人: 成都都江堰投资发展集团有限公司
主承销商: 中邮证券
会计师事务所: 天衡会计师事务所(特殊普通合伙)
评级机构: 远东资信
律师事务所: 霍光律师事务所

PART .2

**BOND MARKET
POLICY DYNAMICS**

**债市政策
动态**



第三季度债市相关十大政策

远东资信研究与发展部

1. 7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调：（1）要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。（2）要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。

点评：（1）今年1-6月我国地方政府新增专项债发行规模合计23010亿元，较去年同期减少11052亿元。我国第二季度GDP同比增速为6.3%，低于市场预期的7.0%左右水平；季度环比增速0.8%，较前值的2.2%大幅下行。在出口、地产偏弱的背景下，的确需要加快地方政府专项债券发行和使用，更好发挥财政支出在稳增长方面的重要作用。（2）国家金融与发展实验室发布的数据显示，二季度末我国实体经济部门杠杆率由一季度末的281.8%上升至283.9%，创历史新高。今年以来，经济恢复力度不足，背后是居民、非金融企业和政府部门的资产负债表均需修复。一揽子化债措施的选择上要坚持“牢牢守住不发生系统性风险的原则”，并且兼顾短、中、长期的发展，坚持用发展的办法解决前进中问题的原则。具体化债方式，可包括使用财政资金、出让国有产权权益、项目资金等来偿还，使用隐性债务转为企业债务、地方政府发行再融资债券置换隐性债务方式来化债，以及进行展期和重组等。

2. 7月19日，新华社发布《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》（简称《意见》）。关于完善融资支持政策制度，《意见》明确，健全银行、保险、担保、券商等多方共同参与的融资风险市场化分担机制；健全中小微企业和个体工商户信用评级和评价体系，加强涉企信用信息归集，推广“信易贷”等服务模式；支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资，鼓励符合条件的民营企业发行科技创新公司债券，推动民营企业债券融资专项支持计划扩大覆盖面、提升增信力度；支持符合条件的民营企业上市融资和再融资。

点评：今年上半年，全国固定资产投资（不含农户）243113亿元，同比增长3.8%（按可比口径计算）。其中，民间固定资产投资128570亿元，同比下降0.2%，较国有控股固定资产投资增速低8.3个百分点。同时，民营经济具有“五六七八九”的特征（即贡献了50%以上的税收，60%以上的国内生产总值，70%以上的技术创新成果，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量），当前，应以更大决心、更扎实作为做好金融支持民营经济高质量发展相关各项工作。



3. 8月28日,《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》(简称《报告》)提请十四届全国人大常委会第五次会议审议。《报告》在提到下一步财政重点工作安排时首先指出,要加力提效实施好积极的财政政策。今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕,用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕,研究扩大投向领域和用作项目资本金范围,引导带动社会投资。加强专项债券项目储备和投后管理。

点评:从控制地方政府增量债务风险角度来看,专项债券的募集资金投向管理、项目储备与投后管理至关重要。2021年7月财政部出台的《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》,对专项债事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等作出了具体规定;当年11月,财政部又印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》,明确了专项债券用途调整的具体情形和调整原则。强化事前绩效评估,事中做好绩效运行监控,事后开展绩效评价管理,将有助于不断优化地方政府专项债绩效管理,进而有利于有效控制增量债务风险。

4. 7月31日,《国务院办公厅转发国家发展改革委关于恢复和扩大消费措施的通知》(简称《通知》)发布。《通知》提出,实施消费促进专项投资政策,支持消费基础设施建设、设备更新改造和关键生产线改造升级,将符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围;支持符合条件的消费基础设施发行不动产投资信托基金(REITs)。9月29日,国务院办公厅印发《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》(简称《若干措施》)的通知。《若干措施》将旅游领域符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围;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领域不动产投资信托基金(REITs)。

点评:2022年,专项债领域重点支持交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程以及新能源项目和新型基础设施项目建设。随着《通知》和《若干措施》的发布,消费基础设施建设和旅游领域符合条件的项目将会纳入地方政府专项债券支持范围。加上之前的《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知》(发改投资〔2023〕236号),这些政策文件的落地,也打开了消费基础设施和景区项目领域发行REITs的通道。



5. 7月27日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，介绍“金融支持科技创新 做强做优实体经济”有关情况。就进一步增强债券市场支持科技创新能力，中国人民银行副行长张青松表示：（1）进一步推动扩大科技型企业发债规模。为科创型企业发债开辟绿色通道，放在优先发展的位置。（2）研究推进高收益债券市场建设。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，同时加强专业投资者的培育。（3）进一步丰富科创类债券产品。鼓励发行混合型科创票据，支持非上市科技型企业发行含转股条件的创新公司债券。（4）四是进一步优化科创型企业发债融资环境，包括评级机构、评级方法、评级覆盖面等。

点评：当前，应全面、深入理解推动科技创新对中国式现代化建设的重大意义，构建适应科技型企业特点的债券市场服务体系，推动债市支持科技创新的强度和水平持续提升，助力实现我国高水平科技自立自强。就信用评级机构来说，应积极加强科技型企业信用评级方法与模型建设，不断提升信用评级覆盖面，主动服务包括中小企业在内的科技型企业融资需求。

6. 9月1日，《中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见》发布。关于持续丰富产品体系，该意见明确，高标准建设北交所政府债券市场，支持北交所推进信用债市场建设；推出公开发行可转债；丰富北交所指数体系，稳步扩大指数化投资；持续开展北交所交易型开放式指数基金（ETF）、上市开放式基金（LOF）、公募不动产投资信托基金（REITs）、资产证券化等产品研究，成熟一个、推出一个。

点评：北京证券交易所的设立，旨在打造服务创新型中小企业主阵地。当前，健全北京证券交易所市场功能，有助于促进中小企业健康发展，有利于支持高水平科技自立自强，对推动我国多层次资本市场建设具有重要意义。

7. 9月8日，中国证监会发布消息称，证监会拟对《公司债券发行与交易管理办法》（简称《管理办法》）和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》（简称《24号准则》）进行了修订，并向社会公开征求意见。

点评：本次修订坚持市场化、法治化，明确企业债券适用《证券法》等上位法，着力构建统一的公司债券监管制度规则体系。本次修订内容包括：将企业债券纳入《管理办法》规制范围，促进协同发展；压实发行人作为信息披露第一责任人的义务，完善中国证监会及其派出机构、证券交易所开展现场检查的机制；强化募集资金监管，进一步完善募集资金信息披露有关要求；强化对非市场化发行的监管要求，明确发行人的控股股东、实际控制人不得参与非市场化发行；强化募投项目合规性要求，债券募集资金投向固定资产投资项目的，需提供募投项目土地、环评、规划等合规合法性文件；企业债券募集资金投向固定资产投资项目的，要求发行人提供省级及以上发改部门出具的专项意见；等等。

8. 7月14日，中国证券业协会在证监会指导下发布修订版《证券公司债券业务执业质量评价办法》（简称《评

价办法》），旨在推动证券公司强化债券业务全流程规范管理，进一步夯实注册制下证券公司的“看门人”责任；同时，按照统一公司债券和企业债券、促进协同发展的思路，此次《评价办法》修订，将企业债券中介机构分类评价一并纳入，实现统一规范。

点评：根据最新《评价办法》，服务国家战略可获加分。其中，“一带一路”债、产业债按照主承销项目数进行分档打分，乡村振兴债、绿色及低碳转型债、科技创新债按照承销金额进行分档打分，创设信用保护工具按照创设规模打分；主承销项目数、承销金额或创设规模为0的不加分。这将有利于债市全方位服务国家战略，助力实现中国式现代化。

9. 7月20日，中国银行间市场交易商协会官网发布消息称，为贯彻落实国常会关于《加大力度支持科技型企业融资行动方案》的重点工作要求，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务，在人民币的指导下，交易商协会持续加大科技型企业融资支持力度，创新推出混合型科创票据，通过浮动利率、收益权转让等结构设计，让债券投资人参与科技型企业发展。

点评：科技型企业往往面临间接融资资信不够、直接融资供给不足的困境。混合型科创票据则可将募集资金通过股权投资或基金出资等方式投资于科技型企业，解决了不同发展阶段的科技型企业对长期、稳定、股债混合性资金的需求。在具体产品设计上，首批7只混合型科创票据充分利用了利率调整、收益联结、赎回权、回售权、转股权、抵质押权等特殊条款，满足了多方利益诉求。

10. 8月31日，中国银行间市场交易商协会发布《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》（简称《促进民营经济健康发展的通知》）。《促进民营经济健康发展的通知》主要内容包括：（1）落实“第二支箭”扩容增量工作部署，提振市场信心；（2）拓宽民营企业“绿色通道”，提高融资服务便利；（3）加强民营企业创新产品支持力度，激发市场活力。

点评：在加强民营企业创新产品支持力度上，《促进民营经济健康发展的通知》明确：（1）支持民营企业发行中长期绿色债务融资工具、碳中和债、可持续发展挂钩债券（SLB）、转型债券，进一步满足绿色、低碳转型资金需求。（2）支持专精特新“小巨人”等民营科技型企业注册发行科创票据，鼓励发行混合型科创票据为民营科技型企业提供股性资金支持，鼓励民营企业发行股债结合类产品。（3）丰富证券化融资模式，支持盘活存量资产。其中具体证券化融资模式，包括发行资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）、不动产信托资产支持票据（类REITs）等证券化产品进行融资，以知识产权质押贷款、许可使用费、融资租赁及供应链等多种模式开展证券化融资，发行资产担保债务融资工具（CB），及以上海票据交易所供应链票据作为基础资产发行资产证券化产品等。

PART .3

FECR FOCUS

**特别
关注**

完善生态环保信用制度 促进人与自然和谐共生

远东资信研究与发展部 / 简奖平 杨安澜 陈浩川

【编者按】

2023年7月，习近平总书记在全国生态环境保护大会上提出要“加快构建环保信用监管体系”。此前，2022年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，提出“完善生态环保信用制度”。

当前，应不断完善生态环保信用制度，推动全面实施环保、水土保持等领域信用评价，强化信用评价结果共享运用；深化环境信息依法依规披露制度建设，推动相关企事业单位依法披露环境信息；完善全国碳排放权交易市场制度体系，加强登记、交易、结算、核查等环节信用监管；发挥政府监管和行业自律作用，建立健全对违法违规行为的有效管理和约束机制；政策上应强化生态环保信用体系建设，大力支持相关融资服务和产品创新，全面打通绿水青山和金山银山之间相互转化通道，促进人与自然和谐共生。

2023年7月，习近平总书记在全国生态环境保护大会上提出要“加快构建环保信用监管体系”。此前，2022年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，提出“完善生态环保信用制度”，并在信用评价、环境信息、碳市场、监督管理等方面提出了明确要求。

当前，应牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，不断完善生态环境保护信用制度，创新生态环保信用融资服务和产品，加强生态环保信用监管，以高品质生态环境支撑高质量发展，加快推进人与自然和谐共生的现代化。

一、准确理解“生态环保信用”的内涵

生态环境是生态和环境两个名词的组合。中国环境科学研究院张林波等（2006）认为，“生态”与“环境”都有其基本含义和扩展含义，组成联合词组“生态环境”的“生态”与“环境”都仅表达了其最基本的含义，这两词的基本含义均来自于学科发展初期的研究范围与研究内容。生态学在学科发展的初期更多地偏重于生物学的研究，局限于研究人类之外的动、植物个体、种群和群落与周围环境的相互关系以及生态系统；“生态”二字中的基本含义也就可以被理解为“生物与生物之间的关系以及生物与其赖以生存的环境之间的关系”。而环境科学主要针对某种自然资源、某项环境要素或某个孤

立的环境资源问题，被认为是针对污染问题的科学；“环境”一词的基本含义也就被认为是“围绕着人群的空间，及其中可以直接、间接影响人类生活和发展的各种自然因素的总体”。“生态”偏重于生物方面或关系方面，以生物为中心，其定义中的环境是与生物有关的环境；在描述与生物有关的，或在强调因素之间的相互关系时，往往使用“生态”一词。而“环境”一词则是更多地针对人类的周围环境以及与污染相关的环境，以人类为中心，更偏重于描述与人类有关的物理、化学等因素，在使用过程中往往偏重于与污染相关的含义，如大气环境、水环境等等。

中国科学院地理科学与资源研究所陈百明（2012）认为，生态与环境既有区别又有联系。生态偏重于生物与其周边环境的相互关系，更多地体现出系统性、整体性、关联性；而环境更强调以人类生存发展为中心的外部因素，更多地体现为人类社会的生产和生活提供的广泛空间、充裕资源和必要条件。

生态环保（生态环境保护）是生态保护和环境保护的合称。生态保护是保护好生物的生存状态以及保护好生物之间、生物与环境之间的良好关系；而环境保护是指人类为解决现实或潜在的环境问题，协调人类与环境的关系，保护人类的生存环境、保障经济社会的可持续发展而采取的各种行动的总称。

套用社会信用的定义，生态环保信用可以定义为，具有完全民事行为能力自然人、法人和非法人组织履行生态环境保护方面法定义务或者约定义务的状态。

二、不断完善生态环保信用制度，支持生态环保信用融资服务和产品创新

1. 推动全面实施环保、水土保持等领域信用评价，强化信用评价结果共享运用

企业生态环保信用评价，是指生态环境相关部门（发改委、生态环境、水利部门等）或第三方评估机构根据企业生态环保行为信息，按照规定的指标、方法和程序，对企业生态环保行为进行信用评价，确定信用等

级，供有关部门或者相关机构及组织应用的环境管理手段。环保、水土保持领域信用评价，都属于生态环保信用评价的范畴。

全面实施企业环保领域信用评价，强化信用评价结果共享运用，有利于建立有效激励机制，引导企业加大环保领域投资，改善环保行为。较好的信用评价结果及共享运用，有助于提升企业形象和声誉，遵守法律法规和政策要求，获得政府支持和政策优惠，提升竞争力和市场份额。2013年年底，原环境保护部、国家发展改革委、中国人民银行和原银监会联合推出《企业环境信用评价办法（试行）》，污染防治、生态保护、环境管理、社会监督四个方面21个指标被纳入信用评价体系；至今，我国环保信用建设方面已经走过了近十个年头。近年来，全国各省（区、市）积极开展环保信用评价探索。以上海为例，2022年8月，上海市生态环境局对外发布《上海市企事业单位生态环境信用评价管理办法（试行）》。该办法适用于对纳入上海市固定污染源监管范围的企事业单位开展生态环境信用评价管理。上海市生态环境局负责制定管理制度和评价指标，指导、监督市企事业单位生态环境信用评价管理工作；市生态环境局通过部门官网、信用中国（上海）等渠道，向社会公开全市企事业单位生态环境信用评价结果；依据评定结果开展分类监管，强化对严重违法失信行为的信用约束，引导企事业单位守法诚信经营。

建立水土保持信用评价制度，切实加强水土保持信用评价的结果运用，是落实“两办”关于加强社会信用体系建设决策部署的重大举措，有利于进一步发挥信用评价在创新水土保持领域监管机制、提高监管能力和水平方面的基础性作用。2023年初，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强新时代水土保持工作的意见》，提出要加快构建党委领导、政府负责、部门协同、全社会共同参与的水土保持工作格局，全面实施水土保持信用评价，全面提升水土保持功能和生态产品供给能力，为促进人与自然和谐共生提供有力支撑。2023年8月17日，水利部在《关于全面实施水土保持信用评

价的通知（征求意见稿）》中提出，将强化水土保持信用评价结果共享运用：一是，水利部定期将水土保持信用评价结果推送至全国信用信息共享平台、“信用中国”网站等进行公开；二是，省级水行政主管部门要加强与有关部门的对接和协调，及时推送水土保持信用评价结果，供有关部门参考使用；三是，有关行业学会协会在开展水土保持行业自律工作中要积极运用水土保持信用评价结果；四是，鼓励生产建设项目主管部门在行业水土保持工作指导中应用水土保持信用评价结果。

为了更好地开展环保、水土保持等领域信用评价，建议在政策上鼓励第三方评估机构的积极参与，引导独立、公正第三方机构在生态环保信用建设中积极贡献力量。

2. 深化环境信息依法依规披露制度建设，推动相关企事业单位依法披露环境信息

企业环境信息披露，是指企业将其生产、经营过程中造成的环境影响及环境相关表现信息向外界公开、并接受公众监督的过程。开展企业环境信息披露，有利于形成内外部激励约束机制，引导企业增强环保意识，完善环保行为，是推进现代环境治理体系的重要方式。

2021年12月11日，生态环境部印发了《企业环境信息依法披露管理办法》，重点关注环境影响大、公众关注度高的企业，要求重点排污单位、实施强制性清洁生产审核的企业、符合规定情形的上市公司、发债企业等主体应当依法披露环境信息，同时规定了制定环境信息依法披露企业名单的程序、企业纳入名单的期限。展望未来，强制性环境信息披露主体还应继续扩大，逐步纳入更多污染行业和企业，推动建立健全上市公司、绿色债券与转型债券的环境信息强制性披露制度。

3. 完善全国碳排放权交易市场制度体系，加强登记、交易、结算、核查等环节信用监管

社会信用体系建设是国家治理体系和治理能力现代化的重要方面。中国主张的碳达峰碳中和目标实现，将充满挑战。将社会信用体系引入“双碳”目标下的碳排放权市场，为企业构建碳账户，追踪“碳足迹”，加

强登记、交易、结算、核查等环节信用监管，有助于增强相关经济主体责任意识，规范市场秩序和交易行为，确保碳排放市场健康平稳运行。

4. 发挥政府监管和行业自律作用，建立健全对违法违规行为的有效管理和约束机制

一方面，广泛深入开展监督检查，鼓励社会监督。有关行政管理部门、行业自律组织应加强对企业生态环保行为、信息披露状况的监督检查，为社会监督广开依法投诉渠道，积极利用大数据分析、人工智能等技术手段开展舆情监控和检查工作。

另一方面，将企业的生态环境保护表现纳入信用管理，并不断优化生态环保信用监督约束机制，持续完善对违法违规行为的联合惩戒。

5. 政策上强化生态环保信用体系建设，大力支持相关融资服务和产品创新

强化生态环保信用体系建设，深入开展企业生态环保信用评价，具有如下三个功能：一是主体优化功能。企业生态环保信用评价，具有“引导器”的作用，可引导企业改善生态环保经营行为，降低生态环境相关风险，进而使得企业主体更加优质；也具有“筛选器”的作用，其结果的广泛运用，可能将一些生态环保信用表现很差的企业从市场淘汰。二是价值增强功能。生态环保信用评价具有“增强器”的作用，可将绿色环保的优质产品与劣质产品区分开来，提升优质产品及相关企业的价值。三是融资支持功能。一般来说，在其他方面大致相同的情况下，生态环保信用表现较好的企业，会面临更低的生态环境风险，会拥有更好的企业形象，相对更容易在业务经营中获得竞争优势，进而获得相对更好的财务实力和偿债能力。而生态环保信用表现很差的企业，可能会面临更大的经营风险与转型风险，在融资市场上相对更难获得成本低廉的融资，甚至还有可能被融资市场挤出。

上述这三个功能相互关联，主体优化功能和价值增强功能是融资支持功能的基础；融资支持功能是主体优化功能和价值增强功能的延伸，是企业生态环保信用

评价的应用。

近年来，内含环境效益评价指标的绿色评价、绿债评估认证在绿色贷款、绿色债券业务中得到了广泛应用，也在一定程度上推动了绿色债券、绿色贷款融资规模的快速增长，既支持了经济发展，又推动了生态环境的保护。

2021年4月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》之后，多地在试水挂钩生态产品总值（GEP）评价的银行贷款。2023年9月8日，在第二届长三角信用论坛上，由远东资信评估有限公司报送的《纳入绿色生态价值理念的文旅企业评级方法模型》成果，入选“长三角信用创新案例”。预计不久的将来，挂钩生态产品总值（GEP）评价的债券或有望推出。

2022年6月6日，中国银行间市场交易商协会发布了《关于开展转型债券相关创新试点的通知》，创新推出转型债券。此前，上交所也推出了低碳转型公司债券，并增设了低碳转型挂钩公司债券。去年以来，各银行也在纷纷推出低碳转型贷款。中国是一个制造业大国，“棕色”行业和碳排放密集行业的低碳转型发展需求强烈，当前需要加快研究制定转型金融标准，更高质量支持转型债券、转型贷款等方式融资，以更好推动相关企业全面低碳转型。

当前，应通过政策引导，加强绿色信用体系、低碳转型信用体系、生态信用体系建设，推动绿色信用、低碳转型信用、生态信用等信用评价，创新生态环保信用融资服务和产品，全面打通绿水青山和金山银山之间相互转化通道，促进人与自然和谐共生。



PART .4

**GREEN TOPIC
RESEARCH**

**绿色专题
研究**

GEP 生态价值贷业务开发模式解析与案例分析

远东资信创新业务部 / 孙晨童 刘夏明

【摘要】

为积极践行“绿水青山就是金山银山”的理念，探索金融产品助力生态产品价值实现的路径，各地政府对 GEP 生态价值贷业务的需求日益增长。因此，对于 GEP 评估机构，明晰 GEP 生态价值贷业务开发模式的脉络具有重要的现实意义。

本文首先介绍了 GEP 评估机构、当地政府和当地银行在生态贷业务中的关键角色，详细剖析了三方合作的基本模式，为 GEP 业务的开展提供了理论支持。

其次，通过具体的案例分析，阐述了生态贷业务在不同地区的成功实施经验，为 GEP 业务的开展提供了实践支持。

一、GEP 生态价值贷的内涵

GEP 生态价值贷，简称生态价值贷或生态贷，是一种新兴的绿色金融产品。具体来说，它是一种以生态产品价值作为质押的贷款产品。生态贷产品的推出，反映了我国绿色金融领域发展的新趋势，也为环境保护和经济发展找到了一种有机融合的途径。当地政府通过将生态产品价值作为抵押进行融资，不仅为当地生态产业的发展提供了强有力的金融支持，也为保护生态环境树立了经济效益与生态效益共存共融的样板。

为积极践行“绿水青山就是金山银山”理念，探索金融产品助力生态产品价值实现的路径，以核算结果为质押保证，发放贷款的金融支持模式的生态贷业务在全国范围内呈现蓬勃的发展态势。目前已经取得了一系列成功的落地案例，包括了浙江丽水、浙江嵊州、江

西新余、江苏高淳、山东东营等地区，这些地区的成功实践为生态价值贷的推广和应用提供了有力的实践基础。生态贷已经展现出了极大的潜力和前景，不仅为当地的生态产业带来了新的发展契机，也为更广泛地推动绿色金融事业发展奠定了坚实基础。同时，这也向全国各地展示了一种可行的、可持续的发展模式，为构建生态和谐的美好未来指明了一条可行的道路。

二、GEP 生态价值贷业务模式解析

生态贷业务的开展一般涉及三方主体：GEP 评估机构、当地政府以及当地银行（见图 1）。GEP 评估机构是指专门负责进行生态系统生产总值（GEP）评估的机构。这些机构通常由具有相关专业知识和技能的专家团队组成，负责核算一定时期、一定区域内的生态系统

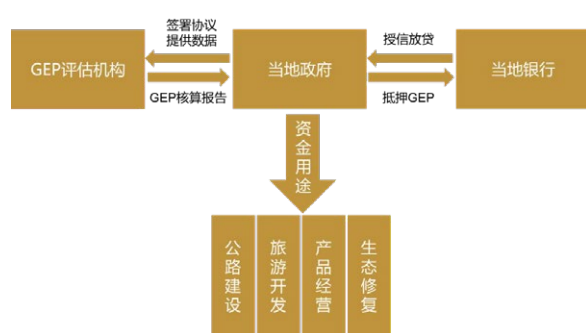


图 1：生态价值贷开发模式示意图

提供的所有生态产品的货币价值，主要包括生态系统提供的物质产品、调节服务和文化服务三个方面的货币价值。目前国内的 GEP 评估机构主要以大学、研究所等学术科研机构组成，其中当属中国科学院生态环境研究中心最为权威。以外，也有一些具备资质的金融评估机构参与，例如，远东资信评估有限公司、联合赤道环境评价有限公司等。

当地政府作为生态贷业务模式的核心推动方，从实现生态价值向经济价值转换的角度来说，对于 GEP 核算的需求主要体现在两个方面：其一，政绩考核需求。2021 年 4 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》。该文件确立了两个重要目标：首先，到 2025 年，初步构建科学的生态产品价值核算体系和实现机制；其次，到 2035 年，全面建立健全生态产品价值实现机制，形成中国特色的生态文明建设新模式，促使绿色生产生活方式广泛普及，为实现美丽中国的目标提供坚实支持。这使得当地政府在面临 GEP 与 GDP 的双重考核制度下，对 GEP 核算的需求迅猛增加。其二，融资需求。近年来，新冠疫情引发的需求收缩以及房地产行业的低迷，对地方政府的财政健康构成了严峻挑战，以往过度依赖土地收入和房地产业驱动的融资模式已经显露出疲软之势。面对生态文明建设的新理念，政府正在被迫转变思路，加速向受绿色要素约束的融资模式转型。这一变革不仅为生态贷业务提供了广阔的发展空间，也为推动绿色产业和生态产品价值实现提供了崭新的契机。

开展生态贷业务的前提，首先需要对当地的 GEP

进行核算。为此，当地政府与 GEP 评估机构签署 GEP 核算协议，在规定的周期内甲方（当地政府）提供数据、乙方（GEP 评估机构）提供 GEP 核算报告。然而，面对上述两点的地方政府需求，地方政府的 GEP 项目对接单位通常是不同的。对于以政绩考核需求为目的的 GEP 核算项目来说，一般与行政单位进行对接，如自然资源部门、生态环境部门、发改部门等；对于以融资需求为目的的基于 GEP 结果的应用项目来说，通常与当地的旅游开发公司或者城投公司等对接，这些公司更关注 GEP 的衍生金融服务，生态贷便属于此类服务。如果当地政府同时具有两方面的需求，通常会与旅游开发公司或者城投公司等对接。需要特别指出的是，若 GEP 核算项目是由当地行政单位对接，则对 GEP 核算报告的质量要求较高。此外，可能还需要经过项目评审等环节，以审核 GEP 核算结果的合理性与科学性。因此，这类 GEP 核算业务的开展，要求 GEP 核算机构的市场洽谈人员和核算部门做好充分准备。相较于与城投公司对接的 GEP 项目，此类业务可能会面临更大的难度。

在 GEP 核算完成后，当地政府以核算结果为抵押，向当地银行提交贷款申请，获取授信并获得贷款资金。目前，生态价值贷业务的开展模式都是当地政府与当地银行合作，尚未出现跨地区业务案例。一般而言，生态贷的资金用途可总结为以下四个方面：公路建设、旅游开发、产品经营与生态修复。

在公路建设方面，资金用途主要体现在对交通不发达地区的改善，包括新建公路、修复桥梁等基础设施建设，为当地旅游开发、交通运输等方面提供便利和支持。

在旅游开发方面，资金可用于开发生态旅游景区，包括保护自然景观、规划生态游览线路，以及建设生态住宿等设施，从而提升游客的旅游体验，同时保护当地的生态环境。另外，也可以通过推动可持续旅游业的发展，鼓励生态旅游和农家乐等业态，以促进当地经济的持续增长，同时保护生态环境。

在产品经营方面，资金可用于支持生态物质产品的研发与生产，例如绿色农产品、生态特色手工艺品等，旨在创造经济效益的同时保护生态资源。另外，通过技

术创新和品牌推广等手段，提升生态产品的市场竞争力，实现更高的附加值，从而使得生态物质产品在市场获得更好的表现。

在生态修复方面，资金可用于生态保护与恢复工程，包括森林、湿地植被的修复和水质的改善等措施，以提升生态系统的服务价值。此外，也可以支持生态保护地的规划、建设和管理，以保护珍稀物种和维护生态系统的多样性。此外，对于旅游开发项目，其可能对当地环境造成一定程度的影响。在这种情况下，部分资金可用于实施生态修复和补偿措施，以确保项目建设后的生态

平衡得到维护和提升。

三、案例分析

目前，生态贷业务已经逐渐在全国范围内铺开，其中，浙江丽水市成为了生态贷业务开展的代表性典范，浙江省更是在业务量上名列前茅。表 1 展示了自 2020 年以来我国一系列具有代表性的生态贷成功案例，这些案例不仅为生态价值贷模式的落地提供了可靠参考，也在实践中不断丰富了业务的应用场景和创新模式。

表 1：GEP 生态价值贷案例一览表

时间	地区	GEP 核算机构	绿色抵押产品	GEP 价值 (当年)	贷款机构	贷款 金额
2020. 01	浙江丽水	两山学院	生态系统产品	17.9 亿元	景宁农商银行	50 万
2022. 09	江苏高淳	中国计量大学	生态系统产品	1108 万	高淳农商银行	100 万
2022. 10	浙江嵊州	浙江农林大学	森林生态产品	37.7 亿	中国农业发展银行	9.5 亿
2023. 03	江西新余	联合赤道	仙女湖生态产品	17.7 亿	中国建设银行	1 亿
2023. 07	山东东营	中资集团生态技术研究所	黄河口生态产品	37.3 亿元	东营农商银行	1000 万
2023. 08	浙江德清	南京环境科学研究所	水产养殖产品	2312 万元	德清农商银行	2000 万

数据来源：网络资料，远东资信整理

（一）浙江丽水生态贷

浙江省丽水市是“两山”理念重要发源地，也是国家首个生态产品价值实现机制试点市和国家第二批“绿水青山就是金山银山”实践创新基地。丽水市凭借得天独厚的资源禀赋和先行先试的实践基础，不断创新引领“两山”理念实践，通过生态产品价值核算评估体系、生态产品交易体系、生态信用制度体系等三大体系建设，率先形成了一套可示范、可推广的“两山”转化丽水经验和丽水模式。

GEP 核算方面，丽水市出台全国首个市级生态产品价值核算技术办法，并联合中国科学院生态环境研究中心、中国科学院大学、浙江省发展规划研究院和丽水学院，探索组建了服务全国的生态产品价值核算评估机构——中国（丽水）两山学院，制定并出台了全国首个市级生态产品价值核算技术办法——《丽水市生态产品价值核算技术办法（试行）》，构建“市—县—乡—村”四级生态产品价值核算评估体系。丽水市以精准掌握生态家底、精确核算生态价值为目标，探索建立了市、县、

乡（镇）和村四级核算评估体系，实现全域生态产品价值“可核算”。

2020 年初，丽水市制定出台了关于金融助推生态产品价值实现的指导意见，生态贷破茧而出。生态贷将生态产品预期收益作为贷款的重要依据，助推生态产品价值转化，不仅能加快让“绿水青山”源源不断地转化为“金山银山”，而且为乡村经济社会发展注入新活力。2020 年 1 月 19 日，景宁农商行向景宁县大均乡授信 5 亿元，还向大均两山生态发展公司发放首笔 50 万元贷款，这是中国首次以生态产品的预期收益作为还款来源发放的生态贷。2020 年 1 月 20 日，遂昌农商行向全国首个完成村级 GEP 核算的遂昌县大田村给予了 6900 万元的生态贷授信额度，并发放贷款 2700 万元。2020 年 10 月 23 日，青田县政府向祯埠镇发放了全国首本生态产品产权证书，同时县农商行以祯埠镇 GEP 预期收益权为质押物向青田县祯埠生态强村发展有限公司发放全国首笔 GEP 直接信贷 500 万元。

（二）江苏高淳生态贷

自 2019 年末江苏南京市高淳区入选国家城乡融合发展试验区以来，人民银行高淳支行紧扣试验重点工作任务，立足区域生态优势，积极探索金融助推生态产品价值实现的方式与路径。2022 年 9 月 29 日，国华水草栽培专业合作社获得高淳农商行发放的 100 万元贷款，这是南京市首笔 GEP 生态价值贷。

国华水草栽培专业合作社成立于 2009 年 8 月，是一家国家级示范合作社，主营水草栽培、销售以及水质净化、水污染治理服务，同时也涉足水产养殖销售等领域。他们种植了 20 多个品种的水生植物，如轮叶黑藻、再力花、狐尾藻、金鱼藻等，广泛应用于氮磷拦截、生物治污造景等生态项目。然而，这一行业在基础投入较大、资金回笼速度较慢且缺乏有效抵押担保物等方面存在实际困境。

为解决农业项目难以获得融资、生态资产难以评估、评估结果难以应用等一系列问题，高淳区成立了由区金融监管局、发改委、人民银行高淳支行等单位组成的“GEP 贷”金融产品创新领导小组。考虑到水草栽培对区域生态系统的重要生态价值，区金融监管局联合人民银行高淳支行引导高淳农商行创新推出了 GEP 生态价值贷款。高淳生态贷的成功发放标志着南京市在绿色信贷模式创新领域取得了重要突破，为地方绿色产业发展和经济社会绿色低碳转型提供了新的动力。

（三）浙江嵊州生态贷

嵊州市，浙江省辖县级市，由绍兴市代管。地处浙江省东部，北接绍兴，东邻新昌县，属长江三角洲经济区，总面积 1789 平方千米。近年来，绍兴市全面贯彻落实习近平生态文明思想，深入践行“绿水青山就是金山银山”理念，大力推进生态环境治理，拓展区域整体生态价值，同步深化生态文明共建共享。2020 年，绍兴市成为省级生态文明建设示范市。2022 年，发布《绍兴市生态文明建设规划（修编）（2021—2030 年）》，并成为国家生态文明建设示范区。新昌县、诸暨市、上虞区为国家生态文明建设示范区，全市 6 个区、县（市）实现省级示范区全覆盖。多点开花开展实践创新基地建设，新昌县已成为实践创新基地，上虞区已列入省级储

备库，诸暨市全面开展实践创新基地建设。探索总结绿水青山转化为金山银山的有效路径，形成具有绍兴特色的实践模式，为全省乃至全国提供借鉴经验和参考样本。

嵊州市贵门乡生态资源丰富，有森林面积 20 多万亩，森林覆盖率达 91%，是“天然氧吧”和“城市绿肺”。然而，管护水平偏低、产业结构简单等因素致使当地整体收入不高，如何让“家门口”的“绿水青山”成为货真价实的“金山银山”，成为当地推进共同富裕的重大课题。

2022 年 10 月，浙江农林大学碳中和学院王懿祥教授团队运用科学方法对嵊州市贵门乡的森林生态系统生产总值（GEP）进行精准核算（约为每年 37.74 亿），并成功实现生态价值转化的共富项目在嵊州贵门乡落地。中国农业发展银行嵊州市支行正式向嵊州市交通投资发展集团有限公司授信 GEP 贷款 9.5 亿。这也成为全国第一个通过 GEP 核算推动生态价值转化并且实现共富项目落地的案例。

（四）江西仙女湖生态贷

仙女湖风景名胜区作为江西省开发最早的湖泊型景区，空气清新，气候适宜，森林覆盖率达 87%，是新余市的“天然氧吧”和“城市绿肺”，同时也是新余市民的饮用水源地。为避免水源地被污染现象发生，同时满足仙女湖区日益增长的污水处理需求，相关单位已投资 12689 万元对仙女湖区下辖的 7 个乡镇（办事处）进行污水处理体系提升改造。

2022 年 1 月，江西省新余市人民政府印发《关于建立健全生态产品价值实现机制的工作方案的通知》，其中提出积极推进 GEP 核算试点，根据省制定的生态产品价值核算指标体系、技术规范和核算流程，以及生态产品价值核算技术省级地方标准，积极推进全市生态产品总值核算试点；创新绿色金融产品和服务；鼓励设立服务生态产品经营开发主体的绿色金融专业机构，推广“畜禽智能洁养贷”“信用+多种经营权贷”“生态资产权益抵押+项目贷”“公益林补偿收益质押贷”“GEP 生态价值贷”等金融产品。

经联合赤道环境评价有限公司核算，仙女湖 GEP 每年大约为 17.73 亿元。2023 年 2 月，中国建设银行新余市分行在污水处理费收费权质押的基础上，追加仙女湖 GEP 总值作为质押保证，向仙女湖旅发集团整体授信 8 亿元。本次签约贷款 1 亿元，贷款期限 20 年。此次仙女湖 GEP 融资产品签约，是江西省建立健全生态产品价值实现机制的首次探索，通过激活 GEP 的经济价值和金融属性，促进生态资源转化为经济财富，实现“绿水青山”向“金山银山”的有效转换，迈出仙女湖生态优先、绿色发展的新路径。

（五）山东东营黄河口生态贷

2021 年 6 月，山东东营市获批全国首批、黄河流域首个全流域自然资源领域生态产品价值实现机制试点城市。试点以来，东营市积极探索建立 GEP 核算工作体系，构建了包括林地、湿地、草地、耕地、盐碱地、海洋等典型自然资源“一张图”，编制完成生态产品清单，制定《东营市生态产品总值核算技术规范（试行）》，建立生态产品价值核算工作制度，搭建起黄河流域第一个 GEP 智慧核算平台，成功核算出 2020 年东营市生态产品总值 (GEP) 为 7236.88 亿元，为生态产品贴上了“价格标签”，为金融支持生态产品价值实现奠定了基础。经核算，龙居镇 2020 年 GEP 总量 37.32 亿元，其中物质产品类价值 0.86 亿元，调节服务类价值 21.57 亿元，文化服务类价值 14.89 亿元。该镇全面整合辖区内林海、湿地、康养、文化、旅游等优质资源，探索出了生态保护与产业发展双赢的“龙居模式”。2023 年 7 月，龙居镇与东营农商银行签订了战略合作协议，通过对整个镇的 GEP 进行核算，向其授信 5 亿元，旨在全力支持该镇生态产业的发展。与此同时，也为部分企业和农户代表提供黄河口生态贷授信 1000 万元的支持。截至目前，东营农商银行已成功发放了总额达 400 万元的黄河口生态贷款。

“黄河口生态贷”是山东省东营市绿色金融支持生态产品价值实现的一次重要探索，丰富了生态产品价值核算成果的应用场景，创新了金融支持生态产品价值实现的路径，对破解生态产品抵押难题，激活“绿水青

山”蕴含的经济价值和金融属性，促进“绿水青山”转化为“金山银山”，改善生态企业、个人融资难等问题具有重要的推动作用。

（六）浙江德清生态贷

2023 年 8 月 15 日是首个全国生态日，在这一天浙江德清县举行了金融支持生物多样性现场推进会，会上发布了全省和德清首创的生态建设项目生物多样性评估标准。同时，德清农商银行宣布了全国首创的“GEP 贷款挂钩生物多样性金融产品”，并与下渚湖街道签署了战略合作协议，总授信金额高达 20 亿元，其中 6 家相关企业共获得了 4.45 亿元的授信额度。与此同时，该银行还与北京绿色金融与可持续发展研究院签署了战略合作协议，共同展开金融支持生物多样性保护方面的深入研究与先行先试。这一系列举措为解决农业项目融资困难、生态资产评估困难、评估结果应用难等问题提供了全新思路。通过全国首创的“GEP 贷款挂钩生物多样性金融产品”，企业、事业单位以及组织在经过 GEP 核算后即可签约获得贷款，从而支持企业的绿色转型升级和发展。

通过对吴越农业股份有限公司水产养殖项目进行 GEP 核算，德清农商银行为该项目提供了高达 2000 万元的生态贷款，为生物多样性保护提供了有力的财政支持。在银行的信贷支持下，企业通过培育“水精灵”等特色品牌，优化了水产养殖技术，实现了养殖结构的调整，也提升了效益水平。截至目前，项目的产值已达 1.2 亿元，为下渚湖实现了“绿色、低碳、共富”的重要目标，迈出了重要的一步。多年来，德清县始终秉持着“绿水青山就是金山银山”的发展理念，加大了对森林固碳、湿地碳汇等领域的金融支持力度，也积极探索了多样化农业种植、农林复合经营等领域的融资模式，为生物多样性保护与可持续利用提供了高效路径。

基于以上案例可以得到如下启示：

一、生态产品价值核算的创新：案例中的各地通过 GEP 核算方法，成功量化了生态产品的经济价值，为生态产品贴上了“价格标签”。这为金融支持生态产品的实现提供了具体依据。二、金融支持与生态保护相

结合：案例体现了金融机构与地方政府的紧密合作，将金融支持与生态保护有机结合，通过生态贷等金融工具，为生态产品的实现提供了重要支持。三、多层级核算体系的建立浙江丽水案例中的地方政府建立了市、县、乡（镇）和村四级生态产品价值核算评估体系，实现了全域生态产品价值“可核算”。这种多层级的核算体系有助于精准掌握生态家底。四、生态产品与经济社会发展的融合：通过生态贷款，案例中的地方成功将生态产品的预期收益作为贷款的重要依据，促进了生态产品价值的转化，为乡村经济社会发展带来新活力。五、金融产品创新：如浙江德清案例中“GEP 贷款挂钩生物多样性金融产品”，通过创新金融产品将生态价值与金融产品相结合，为企业的绿色转型升级提供了资金支持。

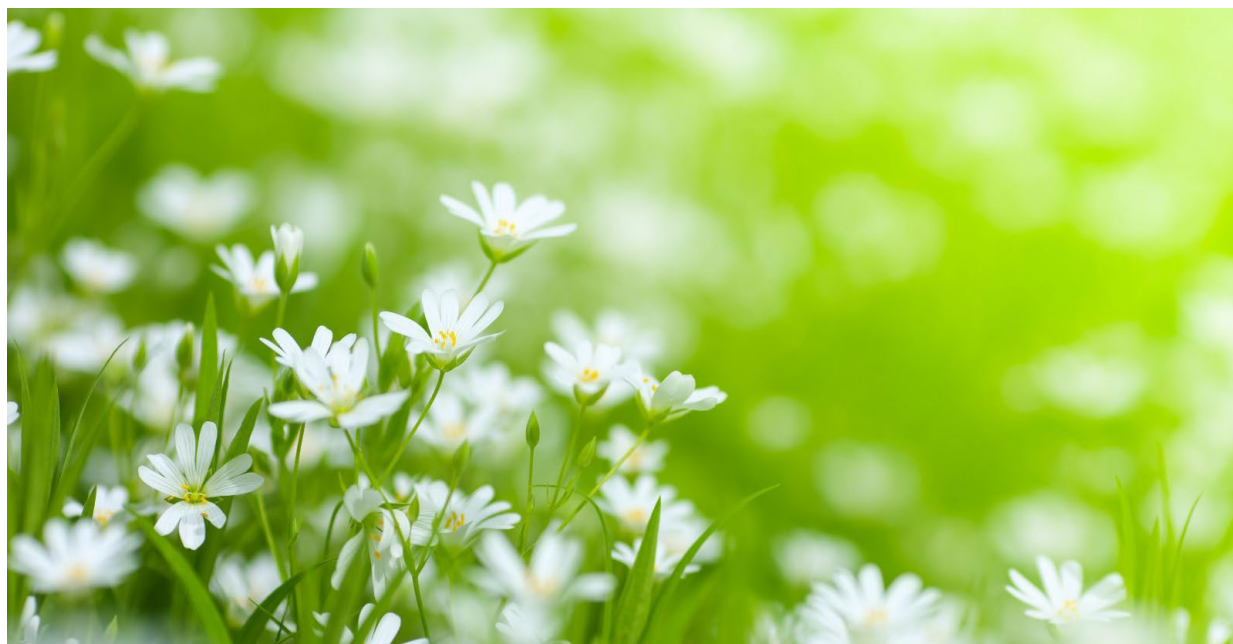
总之，GEP 生态价值贷通过生态产品价值核算和金融支持相结合，可以为生态保护与可持续利用提供有效途径，同时也为地方经济社会发展注入新动力，积极践行“绿水青山就是金山银山”理念。

四、总结与展望

本文通过对 GEP 生态价值贷业务模式的深入研究

与案例分析，全面解析了该业务模式的发展现状及其在生态产品价值实现方面的作用。首先，从 GEP 评估机构、当地政府以及当地银行三方主体出发，介绍了生态贷业务的基本构成，并重点探讨了各方在业务推动中的角色与需求。此外，本文还详细介绍了自 2020 年以来我国一系列具有代表性的生态贷成功案例，从中阐述了生态贷业务在地方范围内的成功实施，为其他地区提供了宝贵的借鉴经验。

随着绿色金融理念的深入推广，GEP 生态价值贷业务呈现蓬勃发展的态势。在此背景下，GEP 评估机构面对着诸多机遇与挑战。随着当地政府对生态文明建设的高度重视，对于 GEP 核算的需求将会持续增加。这为 GEP 评估机构提供了广阔的市场空间。然而，同时也要认识到，在生态贷业务的开展过程中可能会面临着一些挑战。由于行业竞争日趋激烈，GEP 评估机构需要不断提升技术实力和服务质量，以保持竞争优势。同时，随着政策法规的不断调整和完善，GEP 评估机构也需要密切关注政策动态，及时调整业务策略，确保业务的顺利开展。



国内绿色资产证券化发展现状及建议

远东资信结构融资评级部 / 沈洋

【摘要】

近年来，随着全球对环境保护的重视程度不断提高，绿色经济成为了全球经济发展的新动力。中国积极响应全球环保号召，加大了对绿色资产证券化产品的发展力度。本文通过对中国绿色资产证券化产品的现状进行分析，发现了存在的问题，并提出了相应的建议，旨在推动中国绿色资产证券化产品的健康发展。

一、基本概念

（一）引言

环境保护和可持续发展已成为全球关注的焦点，绿色经济逐渐成为经济发展的新动力。绿色资产证券化产品作为金融创新的一种形式，具有推动绿色经济发展的潜力。我国政府高度重视绿色经济的发展，积极推动绿色资产证券化产品的创新和发展。本文旨在探讨我国绿色资产证券化产品的现状，并提出相应的建议，以促进其健康发展。

（二）绿色资产证券化的基本概念

绿色证券化是一类创新的证券化产品，在交易结构、现金流量汇总、信用增强等方面与一般证券化产品没有什么不同，主要区别在于基础资产的现金流量需要符合绿色标准和 / 或筹集的资金需要用于绿色行业领域，即用于绿色行业项目的建设，运营和收购，或偿还债务，例如用于绿色行业项目的银行贷款。

“绿色”的范围主要是指中国金融学会绿色金融委员会编制的《绿色债券支持项目目录》（2015 年版），中国人民银行与俗称“绿金委”的中国金融学会绿色金

融专业委员会于 2015 年发布公告明确了对于绿色金融债的政策倾斜，其中对我国绿色资产证券化发展具有里程碑意义的是《绿色债券项目支持目录》，后续我国各种绿色债券的发行审核都参照了该目录。绿色项目包括可再生能源、防治污染、保护生态、循环利用、能源效率和清洁交通这几类。具体而言，可再生能源分类包括如水、风、太阳能等耳熟能详的种类，还有近年来常见的地热能，以及利用这些能源发电的厂房、大坝建设等运营项目，还有将可再生能源利用智能电网技术加以运用的相关项目。

绿色认证方面，绿色信贷 ABS 及绿色 ABN 尚未出台单独的认定标准，其认定主要依据绿色债券的相关要求。绿色企业 ABS 的认定标准主要依据 2018 年上海证券交易所发布的《上海证券交易所资产支持证券化业务问答（二）》，分为资产绿、投向绿、主体绿三个角度，三者要求满足其中之一即可。其中，资产绿是指绿色产业领域的基础资产占入池资产比例应不低于 70%；投向绿是指募集资金投向绿色产业领域的金额占转让基础资产所得资金总额的比例应不低于 70%；主体绿指原

始权益人主营业务属于绿色产业领域，且应用于原始权益人绿色业务发展的募集资金占比应不低于 70%。绿色信贷 ABS 及绿色 ABN 参照的绿色债券认证要求主要为 2021 年中国人民银行、发展改革委、证监会联合印发的《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》确定了 6 大类绿色领域和 203 个绿色项目，要求包含绿色 ABS 在内的绿色债券需为符合条件的绿色项目提供资金支持。同年发布的《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 4 号——特定品种资产支持证券》提出，绿色 ABS 须符合两项条件之一：一是基础资产全部以绿色项目所产生的收入作为收益支持，二是转让基础资产所取得资金全部用于符合规定条件的绿色产业、绿色项目或绿色经济活动。2022 年 8 月颁布的《中国绿色债券原则》进一步明确绿色资产支持证券所需满足的核心要求，如募集资金用途、项目评估、资金管理和存续期间信息披露等。

（三）绿色资产证券化涉及的基础资产

绿色资产证券化涉及的基础资产主要包括收益权和债权两大类，其中收益权类资产主要包括绿色项目的收费收益权、企业票据及应收账款及碳资产收益权三类。绿色项目的收费收益权代表案例为公交公司将未来一定期限的客票收益权作为基础资产，或环保行业中的污水处理厂及垃圾处理站也可以分别将未来的污水处理费和垃圾处理费收益权打包作为基础资产池。企业票据系指原始权益人将企业具有绿色属性的应收账款或其他票据打包出售给 SPV。碳资产收益权主要来源于碳排放权，不过我国的碳交易市场目前暂未十分活跃，目前进行碳交易的多为电力类公司，碳交易是指企业拥有额定的碳排放权来开展经营活动，若额定的碳排放权不足以支撑企业的正常经营活动，企业则需购买差额部分的碳排放权。

债权类基础资产主要银行或融资租赁公司等金融中介所持有的绿色债权产生的，包括绿色信贷、能效信贷 / 绿色建筑贷款、绿色消费贷款、绿色租赁四大类。其中绿色信贷为当前极为常见的一类绿色债权来源，是由银行向符合一定条件的绿色环保企业发放优惠利率的

贷款后产生的绿色信贷基础资产，此种信贷模式是政策导向和金融市场结合的产物。能效信贷系指，若企业生产能够相对高效地利用能源，减少能源消耗，降低废弃物及有害气体的排放，就能在银行获得一定的绿色贷款。绿色建筑的核心评判标准为资源节约，目前对绿色建筑已经有了较为全面的评价指标体系，建筑开发商或所有者取得相关评估结果就能以更优惠的利率在银行取得贷款。绿色消费贷款方面，新能源汽车贷款是最常见的绿色消费贷款，类似于普通的汽车消费贷款与购房贷款，具有小额、大量的特点，且每月都有稳定的现金流，因此具备证券化的基础条件。绿色租赁本质为融资租赁，特点是企业购买的是节能减排或高效利用能源的设备，该种融资方式也是符合政策导向的，因此有一定的补贴。

二、发展现状

（一）快速发展的市场规模

中国绿色资产证券化市场规模逐年扩大，2016~2022 年，我国绿色 ABS 的发行规模从 67.01 亿元增至 2,074.05 亿元，年均增长 77.20%（见表 1）。2021 年和 2022 年的发行规模先后突破 1000 亿元和 2000 亿元。2023 年上半年，我国绿色 ABS 发行规模达 1,076.33 亿元，接近 2021 年全年的水平。其中，可再生能源证券化产品是市场的主要组成部分，占据了较大的比重。此外，环境保护项目和能源效率项目也逐渐成为市场的重要组成部分。

表 1：我国绿色 ABS 的发行规模情况

时间	发行只数	发行规模
2016 年	28	67.01
2017 年	67	146.05
2018 年	75	134.34
2019 年	176	564.04
2020 年	89	399.18
2021 年	225	1,235.28
2022 年	288	2,084.05
2023 年上半年	148	1,076.33

资料来源：Wind 资讯

从发行主体来看，绿色 ABS 的发行主体主要集中在金融业、公用事业和工业。2016 年至 2023 年上半年，这三个行业绿色 ABS 的累计发行量分别为 2188.58 亿元、1872.26 亿元和 839.64 亿元。

绿色 ABS 的期限分布在 2021 年前后有较大差异。在 2021 年以前，绿色 ABS 的期限以中期为主。中期绿色 ABS 的发行规模占比在 2018 年高达 86.55%。自 2021 年起，绿色 ABS 的期限以短期为主。短期绿色 ABS 的发行规模从 2020 年的 90.73 亿元迅速增长至 2021 年的 673.79 亿元，同比增长 642.63%，增速远大于中期和长期绿色 ABS，拉高了短期绿色 ABS 的发行规模占比。2021 年和 2022 年的短期绿色 ABS 发行规模占比均超过半数。

绿色 ABS 的发行主体以国有企业为主。2017 年起，国有企业发行规模占比均在 60% 以上，2021 年该占比高达 94.95%。

绿色 ABS 的发行地区集中在中东部。除北上广等超一线城市外，一些中部省份发行规模也位居前位。2016 年至 2023 年上半年，上海、河南、广东、北京和安徽的累计发行规模位列前五，分别为 1504.07 亿元、1331.49 亿元、991.11 亿元、634.62 亿元和 239.98 亿元。

（二）缺乏统一的标准和评估体系

目前，中国绿色资产证券化产品的标准和评估体系尚不完善，缺乏统一的认证机构和评估标准。这导致了市场上绿色资产证券化产品的质量参差不齐，投资者难以进行准确的风险评估。同时，缺乏统一的标准和评估体系也限制了绿色资产证券化产品的发行和交易。以往我国多种绿色债券标准并存，且不同债券品种在募集资金用途比例及存续期信息披露管理方面存有差异；另一方面，国内部分绿色债券品种与国际标准存在差异。兴业研究此前有报告显示，绿色企业债允许发行人最多将 50% 的募集资金用于偿还银行贷款或投入一般营运资金，而国际绿色债券指引认为发行人应将募集资金确保用于与绿色项目相关的贷款和投资。

（三）风险管理存在难度

由于绿色资产证券化产品的投资周期较长，还会

面临基础资产预期现金流不稳定的风险，一般投资人缺乏有效的风险监控和控制手段，容易导致风险集中和传导，风险管理的难度也相应增加。此外，我国不同品种、不同交易场所的绿色资产证券化产品信息披露尚没有统一，这给投资人进行风险收益判断造成困难。

（四）市场流动性不足

由于我国绿色资产证券化产品市场发展较晚，市场参与者相对较少，导致市场流动性不足。这使得投资者在交易中面临较大的流动性风险，限制了市场的发展和创新，也使得投资者在买卖时面临较高的交易成本。

三、发展建议

（一）建立统一的标准和评估体系

政府应加强对绿色资产证券化产品的监管，建立统一的标准和评估体系。建议采用统一对绿色资产证券化在发行前和存续期的环境效益进行披露，并提升披露的统一性和可比性。同时，加强市场对绿色项目的监督以及对环境效益的量化评估，建议发行人公开环境效益的测算方法，提高不同发行人之间的可比性和同一发行人发行前后的可比性。

（二）完善风险管理体系

加强对绿色资产证券化产品的风险管理，建立科学有效的风险监控和控制机制。政府可以制定相关的风险管理政策和规定，要求金融机构和企业建立完善的风险管理体系。同时，加强对投资者的风险教育，提高其风险意识和能力，减少投资风险。此外，要完善绿色资产证券化的信用增级体系，拓展信用增级的方式，促进信用增级多元化。出台绿色资产证券化信用增级业务指引，引导市场机构信用增级的规范化发展。

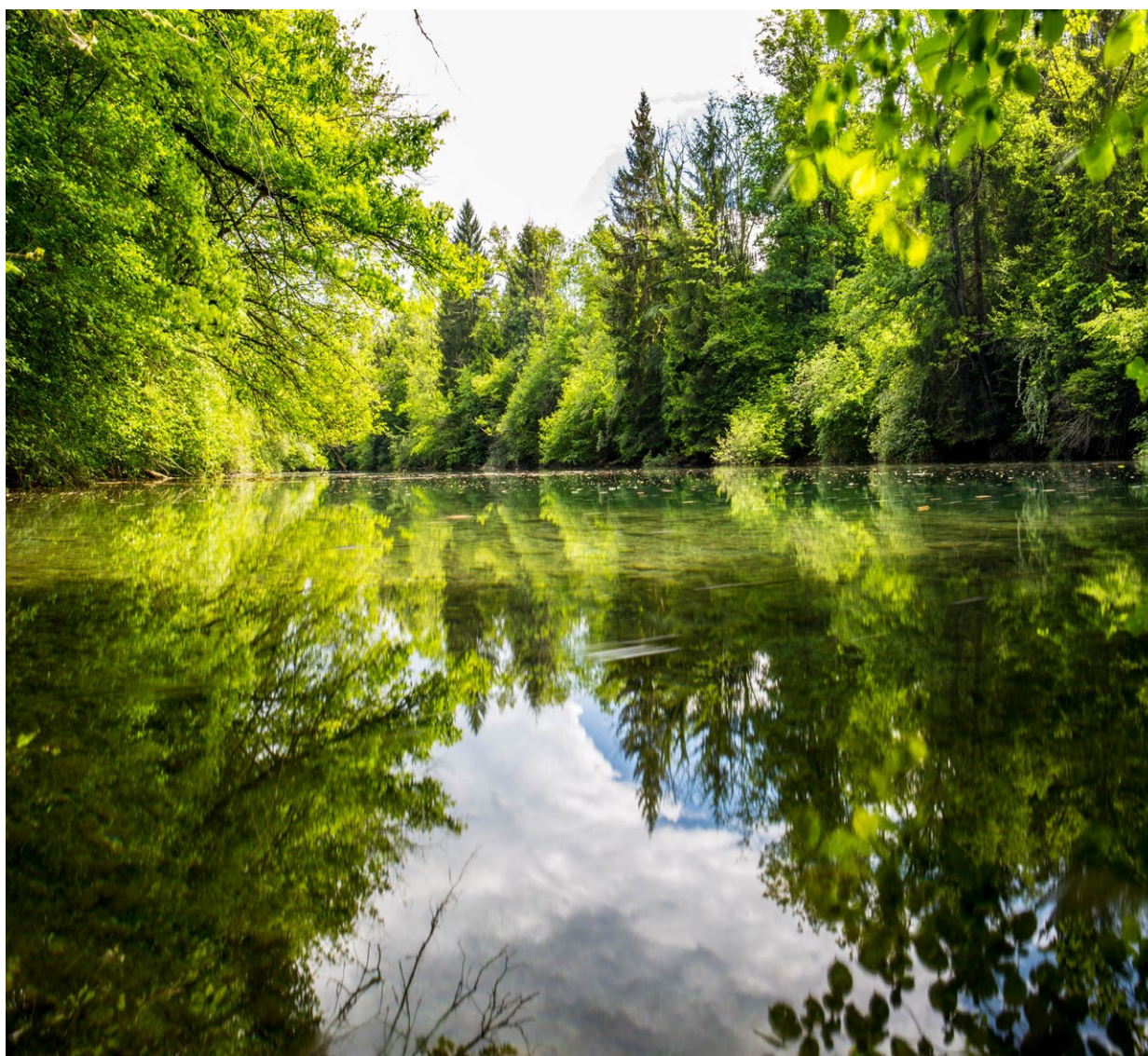
信息披露方面，建议统一不同品种绿色 ABS 的信息披露要求。对于底层资产，在穿透登记的基础上探索建立穿透披露机制，提升市场透明度，助力精准评估产品价值。政府可以制定相关的信息披露和透明度规定，要求发行方和交易平台及时、准确地披露相关信息。同时，鼓励金融机构和企业主动公开信息，提高市场的透

明度，增加投资者的信任度。

（三）推动市场流动性的提升

政府应加大对绿色资产证券化产品市场的支持力度，鼓励更多的机构和个人参与其中，提升市场流动性。首先，政府可以鼓励金融机构和企业合作建立专门的绿色资产证券化交易平台，提供便捷的交易服务。其

次，还可以加大对投资者的宣传力度，普及绿色金融知识，减少交易摩擦。加大对投资者的宣传和推广力度，吸引更多的投资者参与绿色资产证券化产品的投资。最后，政府可以提供相应的财政和税收优惠政策，鼓励金融机构和企业参与绿色资产证券化产品的发行和交易。



PART .5
MACROECONOMY
AND POLICY RESEARCH

**宏观经济与
政策研究**

民营企业债券市场融资现状、局限及对策思考

远东资信研究与发展部 / 简尚波

【摘要】

民营企业是我国以公有制为主体的多种所有制经济的重要组成，对于促进财政经济发展、带动社会就业、加快创新驱动发展等发挥重要作用。针对民企融资难等问题，我国高度重视其融资环境改善。从近期政策动向来看，2023 年 7 月发布的《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》明确提出从信贷融资、债券市场融资到上市融资和再融资等多方面支持民营企业发展。随后，国家发改委、交易商协会等相继出台政策细化落实上述《意见》。

从民营企业债券融资现状来看，本文重点选取公司债、企业债、短期融资券、中期票据、定向工具、资产支持证券（发行人和原始权益人相同）六类信用债，以 2018 年 1 月至 2023 年 9 月为发行市场考察期，2023 年 9 月底为存量债券考察日，进行民企债券融资状况分析。数据统计表明：近年民企债券融资规模冲高放缓，偏弱融资规模与其对国民经济的贡献不匹配，其中考察期发行的民企六类信用债 50624.75 亿元，仅占全样本的 6.70%；民企债券的券种结构以资产支持证券为主，定向工具、企业债以及科创债、绿债等新券种相对缺乏支持。此外，同等条件下民企债券融资成本相对偏高，“融资贵”在短融、公司债、ABS 等多类样本券均有所表现；民企债券评级以最高级为主，针对 AA-（含）以下债券支持力度薄弱；民营企业成为违约债券市场主要企业类型，但总体违约率不高；债券支持民企以大型企业占绝对地位，对中小企业支持力度薄弱。

针对以上问题，建议债券市场加大对民企支持力度，更好地发挥民营企业在国民经济中的补充作用。一是从战略上增强对债市支持民营经济发展的重视，推动债市扩大民企债券融资规模。二是改善民企债券市场信息披露质量。三是大力培育和发展有利于优质民营科技型中小企业高成长的高收益债券发行市场。四是完善逾期债券市场化处置效率和质量。五是推动民企债券市场融资工具创新和债券发行和交易审核等流程 / 机制优化。

一、民营企业是国民经济的重要组成部分

民营经济是我国公有制经济的重要补充力量。国家统计局资料显示，截至 2021 年，全国私营企业法人注册数量达到 2628.83 万家，占全国企业法人数量比重高达 91.71%。我国民营企业在对国民经济的贡献力量显著，近年民营企业缴纳税收约占我国税收总额 50%

以上，吸纳就业约占 80% 以上。其中，2021 年全国民营企业缴纳税收合计 11.24 万亿元，占全国税收收入比重达 59.6%。同时，民营企业在推进科技创新方面发挥重要作用，当前民营科技企业占我国高新技术企业数量约 50% 左右，全国超过 65% 的发明专利、超过 80% 以上的新产品来自于民企。



图 1：历年注册民营企业法人数量及其占全国注册企业法人比重变化情况

资料来源：国家统计局，远东资信整理

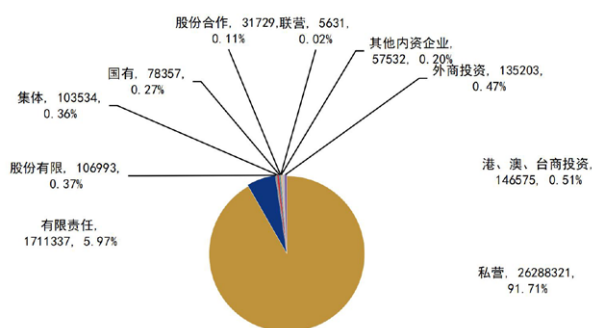


图 2：2021 年全国登记注册的不同属性的法人单位数量及占比 (数量单位：家)

资料来源：中国统计年鉴 (2022)，远东资信整理

二、近期我国政策大力支持民营企业融资

民营经济对于国民经济发展和稳定的重要性十分突出，然而民营企业融资难、融资贵等问题，尤其中小民营企业融资瓶颈一直困扰着我国一定范围的民营经济发展。针对这一问题瓶颈，我国政府通过制定和实施政策举措支持民企融资，无疑发挥着改善民企融资环境的作用。从近期政策动向来看，国家高度重视民营企业融资环境改善。

2023 年 7 月发布的《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》指出，从信贷融资、债券市场融资到上市融资和再融资等多方面支持民营企业发展。其中，关于债券融资提出，支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资，鼓励符合条件的民营企业发行科技创新公司债券，推动民营企业债券融资专项支持计划扩大覆盖面、提升增信力度。

随后，《国家发展改革委等部门关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》提出，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，进一步扩大民间投资；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 年 8 月，银行间市场交易商协会发布《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》提出，支持符合条件的产业类及地产业民营企业、科技创新公司以及采用中小企业集合票据的科技公司在债券市场融资，继续扩大民营企业债券融资支持工具覆盖面，惠及更多中低信用等级民营企业发行主体。《通知》同时指出，运用信用风险缓释凭证 (CRMW)、信用联结票据 (CLN)、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为民营企业发债融资提供增信支持。《通知》还强调了支持民营企业发行中长期绿色债务融资工具、碳中和债，引导募集资金向绿色低碳领域配置等内容。

综上所述，现行国家金融政策对于民营企业债券融资持明确支持态度，尤其强调支持民营科技企业、民营中小企业发展，以及民营资本投资的基础设施项目建设，民营企业绿色低碳转型等方面。这是推动国家创新驱动、绿色低碳、普惠金融等重要战略在民营经济领域实践的体现。

三、民营企业债券市场融资现状与局限分析

为反映民营企业债券市场融资状况，本文重点选取公司债、企业债、短期融资券、中期票据、定向工具、资产支持证券 (发行人和原始权益人相同) 等六类信用债券作为全样本，从存量债券市场、债券发行市场、违约债券市场等角度对六类信用债券支持民营企业状况以及民企债券违约情况进行分析。其中，存量债券取 2023 年 9 月 30 日为考察日，债券发行市场取 2018 年 1 月至 2023 年 9 月为考察期。

考察期发行的六类信用债全样本为 90868 只，发

行额 75.60 万亿元，其中民营企业债券样本 9975 只、发行额 50624.75 亿元；考察日全样本债券为 39910 只、余额 30.16 万亿元，其中民营企业债券样本 2199 只、余额 11089.09 亿元。考察期发行的 9975 只民营企业债券平均发行期限 2.11 年，以 3 年期、1 年期相对居多；7401 只民企债券平均发行利率 4.95%，其中发行利率 8%（含）以上的高收益债券数量 194 只，仅占 2.62%。以上 9975 只民企债券隶属民企 724 家，所属行业以房地产、建筑装饰、综合、医药生物、商业贸易等居多；其中，考察期累计债券发行额较大的民企以非银金融类企业居多，包括重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司、深圳前海联捷商业保理有限公司、深圳市前海一方恒融商业保理有限公司等。

（一）近年融资规模冲高放缓，偏弱融资规模与其对国民经济的贡献不匹配

2018 年以来，民营企业发行债券（特指民企发行的六类信用债，下同）总体呈现先升后降态势。其中，2020 年受新冠疫情影响，债券市场宽实施信用政策以缓和疫情冲击，民营债券发行突破万亿元，达到 1.19 万亿元高峰。2021 年以来，民营企业债券发行规模逐步放缓。其中，2021 年、2022 年发行额同比分别下降 27.64%、24.82%，且发行额下降势头不同于六类信用债（2018 年以来，仅 2022 年发行额负增长）。2023 年前 9 月，民营企业发行债券金额同比下降 17.97%，而六类信用债发行额同比增长 4.31%，显示民营企业债券发行市场偏弱。

考察期内，民营企业发行六类信用债总额达 50624.75 亿元，占六类信用债发行额比重为 6.70%，明显弱于地方国企的 57.08%、中央国企的 30.19%。截至考察日，六类信用债的民营企业债券余额为 11089.09 亿元，仅占全样本的 3.68%，而地方国企、央企债券余额占比分别为 70.99%、22.18%。

综上所述，近年民营企业债券融资明显弱于国有企业，融资规模与民营企业在国民经济中的数量占比、就业贡献和税收贡献等明显不匹配。这与债券市场投资

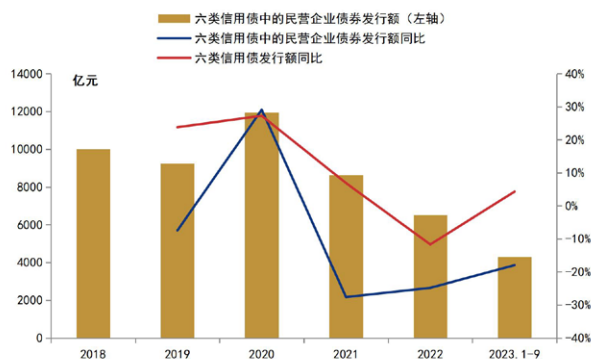


图 3：近年六类信用债及其民营企业债券发行额变化

注：六类信用债包括公司债、企业债、短期融资券、中期票据、定向工具、资产支持证券（发行人和原始权益人相同），下同。
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

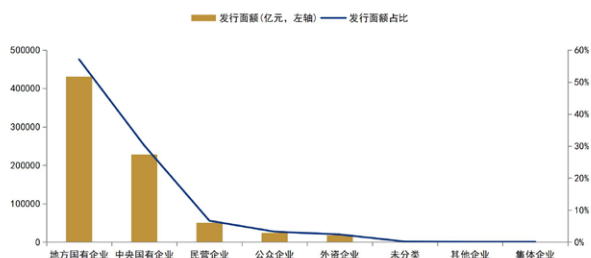


图 4：考察期各类所有制企业发行六类信用债总额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

者以商业银行等稳健性为主的偏好的特征有关。进入债券市场融资的民营企业相对而言，违约风险相对国有企业、公众企业较大（见下文），获外部支持力度相对国企较弱（国有企业普遍能够获得更大规模的国企乃至央企，或各级政府 / 政府部门的支持），投资者购买民营企业债券承担的风险相对更大。

（二）券种结构以资产证券化产品为主，定向工具、企业债券以及科创债、绿色债券等新兴券种相对缺乏支持

从六类信用债券发行市场来看，考察期民营企业债券发行以资产支持证券为主力，资产支持证券累计发行 28300.36 亿元，占民营企业发行的六类信用债发行额比重达 55.90%；其次为短期融资券、公司债券、中期票据分别发行 9810.80 亿元、7709.05 亿元、4313.70 亿元，分别占比为 19.38%、15.23%、8.52%；定向工具、企业债券仅分别发行 362.84 亿元、128 亿元，分别占

比为 0.72%、0.25%。

从六类信用债券存量市场余额来看，考察日民营企业债券仍以资产支持证券为主力，资产支持证券余额 5700.99 亿元，占比 51.41%；其次为公司债券、中期票据、短期融资券，债券余额分别为 2411.49 亿元、1949.18 亿元、819 亿元，分别占比 21.75%、17.58%、7.39%；定向工具、企业债券余额较少，分别为 111.60 亿元、96.83 亿元，分别占比 1.01%、0.87%。

综上所述，无论从发行市场还是债券存量来看，民营企业债券市场都以资产支持证券为主。其中，发行市场以资产支持债券为主，短期融资券、公司债券等辅，存量债券以资产支持债券为主，公司债、中期票据等为辅。六类信用债券之中，定向工具、企业债券对民营企业支持相对不足。

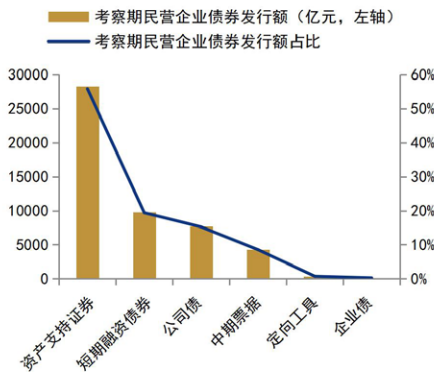


图 5：六类信用债中的民营企业债券考察期发行额、考察日余额分布——按券种

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

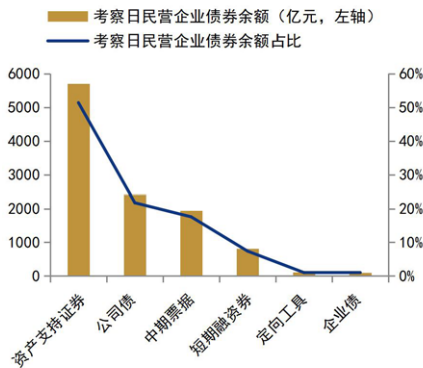


图 5：六类信用债中的民营企业债券考察期发行额、考察日余额分布——按券种

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

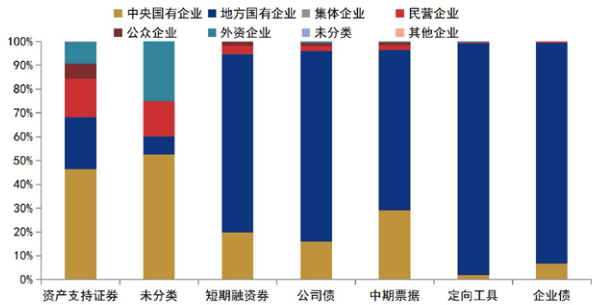


图 6：考察日六类存量信用债余额中各类发行人债券余额占比分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

再从信用债支持多种所有制企业的情况对比来看，除资产支持证券外，其余五大信用债针对地方国企支持力度均明显强于民营企业。其中，考察期发行的资产支持证券、公司债券、中期票据，民营企业发行额分别占 21.72%、4.51%、3.16%，地方国企发行额分别占 17.68%、74.36%、63.18%。资产支持证券方面，支持央企力度最大（发行额占 40.42%），其次为民营企业（发行额占 21.72%）、地方国企（发行额占 17.68%）等。支持民营企业力度最弱的券种包括企业债、定向工具，考察期民营企业这两种债券发行额仅占各类所有制企业发行额的 0.64%、0.90%；地方国企这两种债券发行额占比则分别为 97.52%、91.66%。

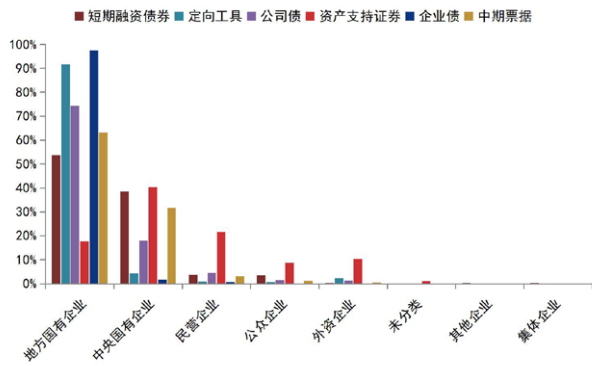


图 7：考察期六类信用债支持各类所有制企业的债券金额占比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券市场支持科技创新、绿色发展是近年债券市场推动创新发展和高质量发展的重要方向。图 8 统计的截

至考察日存量绿色债券、科技创新公司债券分布情况显示，在绿债余额中，民企绿债余额比重仅为 2.38%，在科技创新公司债券余额中，民企债券余额占比仅为 0.62%，这些新兴券种绝大部分用来支持地方和中央国有企业。前文已述，民营科技企业是我国推动科技创新的重要力量，民营科技企业数量占我国高新技术企业数量约 50% 左右，全国超过 65% 的发明专利、超过 80% 以上的新产品来自于民企。民营企业是我国推动绿色经济发展的重要力量，全国工商联发布《中国民营企业绿色发展报告（2022）》显示，我国重点地区民营工业企业绿色低碳发展水平明显提升，53.5% 的高耗能行业民营企业设立了专门负责与节能降碳相关的职能部门并积极应用减碳技术。但与超过 5000 万户的体量相比，民营企业绿色低碳转型还有很大发展空间。展望未来，科技创新债券、绿色债券等新兴券种针对民营企业的支持力度亟待加强。

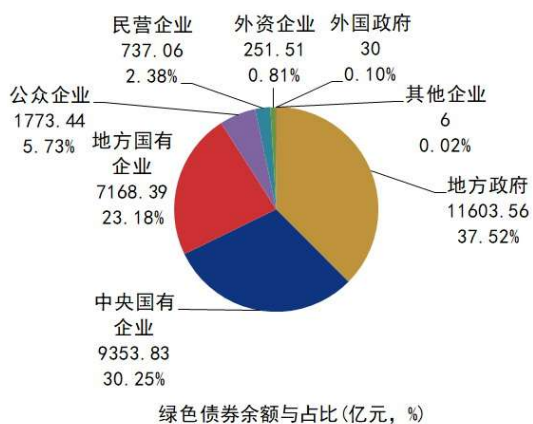


图 8：考察日绿色债券、科技创新公司债券余额在各类企业的分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

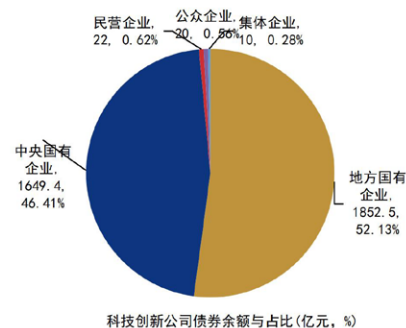


图 8：考察日绿色债券、科技创新公司债券余额在各类企业的分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）同等条件下融资成本明显相对国企偏高， 多类债券“融资贵”问题均有所表现

“融资难、融资贵”是长期以来困扰民营企业的融资瓶颈问题。考虑发行债券数量较多且在不同所有制企业均有一定数量分布、债项首次评级符号可得、债券期限属于标准期限等因素，表 1 分别选取各类所有制企业发行的 2020 年 A-1 级 1 年期短期融资券、2021 年 AAA 级 1 年期证监会主管 ABS、2022 年 AAA 级 3 年期一般公司债券的平均发行利率、发行利差进行对比。表 1 统计显示，这三类券种都具有同期限、同信用等级、同券种、发行年份相同等相同条件，民营企业债券无论平均发行利差还是发行利率，都明显高于中央国企、地方国企和公众企业。例如，2020 年，民营企业发行的 A-1 级 1 年期短融券平均发行利差为 258.60BP，比中央国企、地方国企、公众企业债券平均发行利差分别高出 127.76BP、98.37BP、169.59BP，表明民营企业在债券市场融资成本明显较高。

表 1：不同类型企业同类债券融资成本对比

企业类型	2020 年 A-1 级 1 年期短融券平均发行利差 (BP)	2020 年 A-1 级 1 年期短融券平均发行利率 (%)	2021 年 AAA 级 1 年期证监会主管 ABS 平均发行利差 (BP)	2021 年 AAA 级 1 年期证监会主管 ABS 平均发行利率 (%)	2022 年 AAA 级 3 年期一般公司债券平均发行利差 (BP)	2022 年 AAA 级 3 年期一般公司债券平均发行利率 (%)
民营企业	258.60	4.77	123.26	3.91	192.13	4.29
地方国有企业	160.23	3.70	121.36	3.89	94.49	3.29
中央国有企业	130.84	3.22	71.35	3.39	74.92	3.10
公众企业	89.01	2.90	52.34	3.20	113.64	3.53
外资企业	423.98	6.67	92.44	3.61	196.20	4.25

注：除数据加粗的单元格之外，其余单元格样本债券均不低于 5 只。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）债券信用评级以最高等级为主，针对 AA- 及以下债券支持力度薄弱

从发行市场来看，考察期发行的民营企业债券，有 55.87% 的债券有首次评级。有评级的 5573 只民企债券之中，AAA 和 A-1 的债券数量合计占比达 69.37%，AA+、AA 债券数量分别占 23.36%、4.83%，A-1 及 AA（含）以上债券数量合占 97.56%。而在有评级的地方国企债券之中，AAA 和 A-1 债券数量占比为 60.92%。其中，民营企业、地方国企短期融资券发行时评级全部为 A-1（无评级短融债券除外）。这表明，民营企业债券发行时评级分布与地方国企债券具有高度相似性，都以最高信用等级为绝对主体，民企债券最高信用等级占比高于地方国企 8.45 个百分点或表明，民营企业债券发行门槛相对较高。

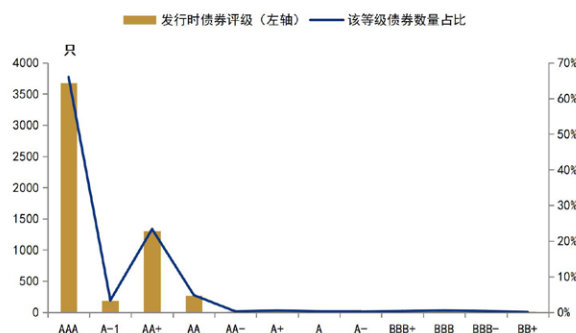


图 9：考察期有评级的民营企业债券发行时评级分布

注：4402 只民企债券发行时无评级，本图不纳入统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至考察日，除无评级的民营企业债券之外，民企债券信用评级分布如图 10 所示。其中，AAA、A-1 债券合占 66.48%，A-1 及 AA（含）以上债券合占 89.41%，民企债券往高信用等级集中现象未发生明显改变。其中，1265 只民企债券有效样本自发行日至考察日的信用等级稳定率达 89.33%，向上迁移率达 8.14%，向下迁移率为 2.53%。

（五）民营企业成为违约债券市场主要企业类型，但民企发行人总体违约率不高

2015 年 1 月至 2023 年 9 月期间，发生首次违约的债券之中，68.69% 的债券为民营企业债券，其违约

时余额占比也高达 64.17%。

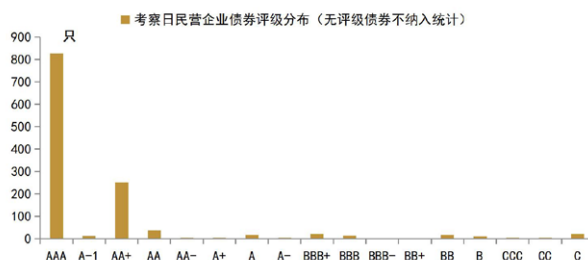


图 10：考察日有评级的民营企业债券最新评级分布

注：934 只存量民企债券无评级，本图不纳入统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

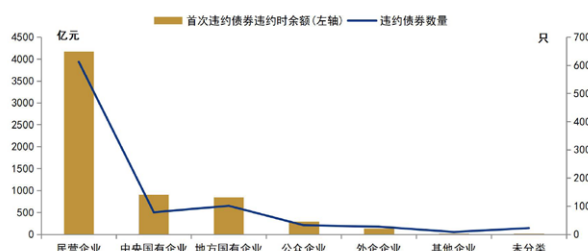


图 11：首次违约债券按发行人属性的分布情况
(2015.1-2023.9)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考虑违约债券重复违约现象普遍（例如不同计息日发生利息到期违约），如违约债券每次违约都可作为独立样本统计，则历年发生违约的债券，均以民营企业相对其余类型企业的债券违约次数明显居多，详见图 12。违约高峰期出现于降杠杆、以淘汰过剩产能等为表现的国民经济结构调整优化和中美贸易摩擦等局势下，整个信用债券市场违约形势加剧的 2018、2019 年，2020 年以来历经新冠疫情暴发，但民企债券违约次数较前期有所下降。

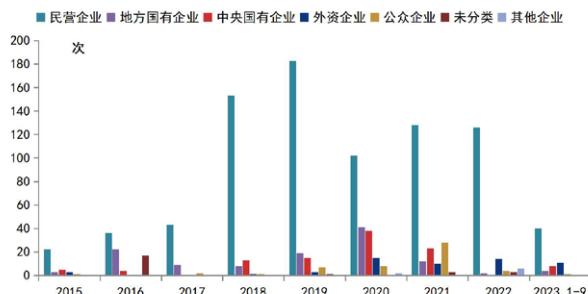


图 12：不同所有制企业的债券累计违约次数（2015.1-2023.9）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，截至考察日六类存量信用债之中，民营企业违约债券数量 33 只，占各类企业违约债券数量的 78.57%，占民营企业六类存量信用债数量比重达 1.50%，三项数据都高居各类企业同类指标首位。1.5% 的违约债券占比同时表明，高达 98.5% 的民营企业债券截至考察日未发生违约，民企债券总体上的信用风险只是相对国企等偏高。

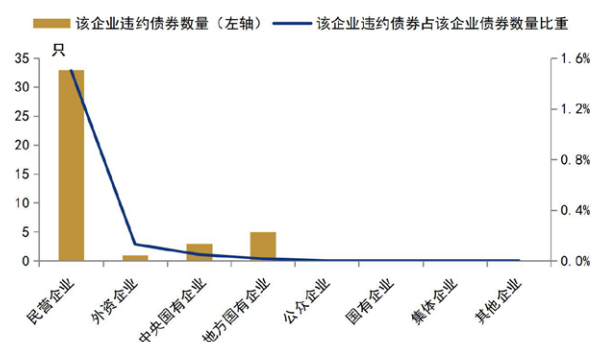


图 13：各类企业六类存量信用债中的违约券及占该企业存量债券数量比重

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（六）支持企业类型以大型企业占绝对地位，中小企业支持力度薄弱

从考察期内首次发行债券的民营企业的发行前一年的营业收入状况来看，营收 5 亿元（含）以上的企业数量占比为 79.58%，营收 1 亿元（含）至 5 亿元（不含）的占 9.63%，营收低于 1 亿元的占 10.79%。这表明，我国信用债券市场针对民营企业的支持明显以大企业为主，针对中小企业支持力度偏小。而这反映国内债券市场的市场化运作惯性以及民营中小企业信用质量相对偏弱等现象和问题。

四、债券市场支持民企融资改善建议

综上所述，民营企业在债券市场的融资状况相对于国有企业处于劣势地位，突出表现为融资规模偏小、融资成本相对偏高，同时债券违约形势相对严峻。债券市场对民营企业的支持力度与民营企业对于国民经济的贡献不匹配，也与国家对于民营企业融资的支持政策倾

向有所背离。建议针对以上局限，切实加大债券市场对民营企业支持力度，更好地发挥民营企业在国民经济中的补充作用。

一是充分重视民营企业在国民经济的重要作用，从战略上增强对债券市场支持民营经济发展的重视，推动债市扩大民企债券融资规模。我国“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确指出，“毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，培育更有活力、创造力和竞争力的市场主体”。针对现行债券市场支持民营企业力度偏弱的现状，需要加强我国各行业领域民营企业发展现状及其融资研究，深入构建包括科技企业、先进制造业等在内的各行业民营企业数据库，以地区和部门等单位深化优质民企遴选机制建设，强化债券市场政策宣传，优化民营企业债券发行审核门槛机制，打破债券市场长期形成的不利于民营企业申报债券市场支持的隐性门槛，有序扩大债券市场的民营企业融资规模及其规模比例。

二是提高民营企业债券市场的信息披露质量和效率。积极改善各行业企业信用评级技术，现行信用评级技术体系针对评级对象在外部支持等方面评价可能存在不合理的偏向，在行业属性、经营规模等同等条件下，相对于民营企业而言，国有企业往往更容易获得级别的大幅调升，此类评价可能有损评级结果公允性，从而导致民营企业债券融资相对困难等问题发生。强调外部支持评价标准的公允性、一致性，能对包括民企、国企等不同所有制企业做出公允评价，推动不同所有制企业公平获取债券市场融资支持。完善民营企业债券市场违约风险研究，提升跟踪评级等信用评级行动对于民企债券市场信用风险变动的预警能力，最大限度提高民营企业债券风险信息透明度和信息披露质量，从而更高效地促进民营企业债券发行和需求两端对接。

三是大力培育和发展有利于优质民营科技中小企业高成长的高收益债券发行市场。2021 年 8 月，人民银行等六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，提出“探索规范发展高收益债券品种”。2023 年 7 月，国新办举行“金

融支持科技创新，做强做优实体经济”国务院政策例行吹风会指出，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，同时加强专业投资者的培育。结合民企债券市场融资现状，本文建议加快高收益债券市场建设，将高收益债券打造成为支持包括高成长型民营中小企业在内的“明日之星”的重要金融基础设施，推动高收益债券市场支持高成长型的科技型民营中小企业发展。

四是完善逾期债券市场化处置效率和质量。深入优化债券市场流通机制建设，有序发展违约债券转让、置换，提高民企违约或濒临违约债券流通速度。完善投资者保护机制，深入优化债权人会议制度，推进有偿付风险或实质发生违约的民企债券发行人加快债务重组。

针对债券恶意展期等民企债券发行人不诚信行为加大惩罚力度。

五是积极推动民营企业债券市场融资工具创新和发行 / 交易审核等流程 / 机制优化。通过创设专项债券、发展民间投资的基础设施 REITS 等，重点加强各类券种（和权益类产品）对于民营实体经济发展的支持，其中包括针对民营经济领域由民营企业主导或参与的重大科技创新、绿色发展、乡村振兴、新型城镇化建设等领域支持。加大实质性投向民营中小企业项目的金融债券建设力度，完善“债改贷”审批流程，优化商业银行普惠金融领域信贷审批机制，加强商业银行对优质民营中小企业的精准支持。



《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》解读

远东资信研究与发展部 / 于昊翔

【摘要】

2023 年 7 月 14 日，国家发展改革委发布了《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿或《目录（2023 年本）》”），向社会公开征求意见。《产业结构调整指导目录》是引导社会投资方向、政府管理投资项目，制定实施财税、信贷、土地、进出口等政策，进一步完善促进产业结构调整的政策体系的重要依据。在征求意见稿发布前的版本是《产业结构调整指导目录（2019 年本）》（以下简称“《目录（2019 年本）》”）。为深入贯彻党的二十大精神，适应产业发展新形势新任务新要求，加快建设现代化产业体系，国家发展改革委牵头会同相关部门组成的修订工作组，在广泛征求各地方、有关部门、行业协会意见的基础上，形成了《目录（2023 年本）》。

《目录（2023 年本）》由鼓励、限制和淘汰三类目录组成。鼓励类主要是对经济社会发展有重要促进作用的技术、装备及产品；限制类主要是工艺技术落后，不符合行业准入条件和有关规定，不利于安全生产，不利于实现碳达峰碳中和目标，需要督促改造和禁止新建的生产能力、工艺技术、装备及产品；淘汰类主要是不符合有关法律法规规定，严重浪费资源、污染环境，安全生产隐患严重，阻碍实现碳达峰碳中和目标，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品。鼓励类、限制类和淘汰类之外的，且符合国家有关法律、法规和政策规定的属于允许类。

《目录（2023 年本）》共有条目 1002 条，其中鼓励类 348 条、限制类 231 条、淘汰类 423 条。与《目录（2019 年本）》相比，鼓励类条目数量减少 476 条、限制类增加 16 条、淘汰类减少 19 条。鼓励类条目数量减少，主要是对同一类型的条目进行了归类整合，以更好突出《目录》体系化特点和实用性，鼓励方向更加聚焦。

鼓励类目录划分了 50 个行业，并主要对各行业条目进行了归类整合；限制类按行业分成了划分了 17 个行业；淘汰类按落后生产工艺装备和落后产品分成两类，落后生产工艺装备划分了 18 个行业，落后产品划分了 12 个行业。以农林牧渔业为例，首先，行业名称从“农林业”调整为“农林牧渔业”，覆盖范围扩大。其次，细分领域更加明确，归类更科学，而《目录（2019 年本）》并未进行行业细分。鼓励类从 57 类减少为 26 类，但是涵盖内容大幅增加。删除和新增了部分内容，完全新增农业社会化服务部分；此外，限制和淘汰范围有所扩大。

一、《目录（2023 年本）》修订背景及导向

2023 年 7 月 14 日，国家发展改革委发布了《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》，

向社会公开征求意见。《产业结构调整指导目录》是引导社会投资方向、政府管理投资项目，制定实施财税、信贷、土地、进出口等政策，进一步完善促进产业结构

调整的政策体系的重要依据。在征求意见稿发布前的版本是《产业结构调整指导目录（2019 年本）》。为深入贯彻党的二十大精神，适应产业发展新形势新任务新要求，加快建设现代化产业体系，国家发展改革委牵头会同相关部门组成的修订工作组，在广泛征求各地方、有关部门、行业协会意见的基础上，形成了《目录（2023 年本）》。

早前《产业结构调整指导目录》的发布是基于国务院关于发布实施《促进产业结构调整暂行规定》的决定，旨在全面落实科学发展观，加强和改善宏观调控，引导社会投资，促进产业结构优化升级。产业结构调整的目标是推进产业结构优化升级，促进一、二、三产业健康协调发展，逐步形成农业为基础、高新技术产业为先导、基础产业和制造业为支撑、服务业全面发展的产业格局，坚持节约发展、清洁发展、安全发展，实现可持续发展。

《目录（2023 年本）》坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党的二十大精神，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国，加快构建具有智能化、绿色化、融合化特征和符合完整性、先进性、安全性要求的现代化产业体系。政策导向是：

一是推动制造业高端化、智能化、绿色化。持续增强制造业核心竞争力，推动质量提升和品牌建设，不断引领产业向中高端跃升。以智能制造为主攻方向推动产业技术变革和优化升级，加快推广应用智能制造新技术，推动制造业产业模式转变。鼓励绿色技术创新和绿色环保产业发展，推进重点领域节能降碳和绿色转型，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目发展。

二是巩固优势产业领先地位。加快传统产业改造提升，提高先进产能比例，有效扩大优质供给。依法依规化解过剩产能，淘汰落后产能。大力发展壮大战略性新兴产业，加快发展数字经济，前瞻布局未来产业，构建产业发展新引擎。扎实推进农业现代化，巩固和提高粮食、重要农产品生产能力，强化农业科技和装备支撑。加快发展物联网，建设高效顺畅的流通体系。优化基础

设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系。

三是在关系安全发展的领域加快补齐短板。加快实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。加快推进产业基础再造和重大技术装备攻关，提升战略性资源供应保障能力。加强重点领域安全能力建设，增强产业体系抗冲击能力，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，守住不发生系统性风险底线。

四是构建优势高效的服务业新体系。推动现代服务业同先进制造业、现代农业深度融合，培育新业态新模式新路径。推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，加快发展研发设计、现代物流、法律服务等服务业，加快推进服务业数字化。推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、家政等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。

《目录（2023 年本）》由鼓励、限制和淘汰三类目录组成。鼓励类主要是对经济社会发展有重要促进作用的技术、装备及产品；限制类主要是工艺技术落后，不符合行业准入条件和有关规定，不利于安全生产，不利于实现碳达峰碳中和目标，需要督促改造和禁止新建的生产能力、工艺技术、装备及产品；淘汰类主要是不符合有关法律法规规定，严重浪费资源、污染环境，安全生产隐患严重，阻碍实现碳达峰碳中和目标，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品。鼓励类、限制类和淘汰类之外的，且符合国家有关法律、法规和政策规定的属于允许类。

二、三类目录分类方法和管理原则

鼓励类目录主要针对的是对经济社会发展具有显著推动作用的领域。鼓励类目录旨在推动关键技术的创新，助力于高度的自主发展，促使产业在不同区域间的迁移，进而实现各区域的协同进步。目录设置鼓励对自

然资源的高效利用，推进产业走向绿色低碳转变，从而支持实现碳排放峰值和中和。同时，目录设置还有利于公众福利的普及、基础建设和强化底线的民生建筑，以及推动服务业的发展，从而推进社会的共同繁荣。对于那些改造后的项目，只要它们的能效达到了最新版本的《工业重点领域能效标杆和基准水平》中的标杆标准，都应按照鼓励类的标准来管理。对鼓励类投资项目，按照国家有关投资管理规定进行审批、核准或备案；鼓励金融机构按照市场化原则提供信贷支持。鼓励类目录主要关注基础、战略和前沿的关键领域。它主要鼓励那些市场机制无法充分调动，需要政府引导，并对整个行业发展起到关键指导作用的事项。而对于那些市场机制可以自行调节，对国家和民众的影响较小，对行业发展贡献有限，且发展水平不再领先的事项，将不再纳入鼓励类目录。

限制类主要指向那些工艺和技术已经过时，不满足行业的入场条件及相关规定，不利于安全生产，不利于资源的节约和高效使用，且不利于实现碳达峰碳中和目标，需要督促改造和禁止新建的生产能力、工艺技术、装备及产品。对于新建但其能效并未达到最新《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》标准的项目，应按照限制类的标准来管理。限制类遵循市场化和法制化原则，主要从安全、环保、能耗、水耗、质量等方面设置限制条件。对于那些已解决产能过剩问题、能够由市场自主调节、在取消限制后不存在安全和环保隐患，并且已有明确监管手段的生产能力、技术、设备和产品，将不再列入限制类。对属于限制类的新建项目，禁止投资。投资管理部门不予审批、核准，各金融机构不得发放贷款，自然资源、建设、生态环境、水利、市场监管、消防、海关等部门不得办理有关手续。凡违反规定进行投融资建设的，要追究有关单位和人员的责任。对属于限制类的现有生产能力，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导。

淘汰类主要是不符合有关法律法规，严重浪费资源、

污染环境，安全生产隐患严重，阻碍实现碳达峰碳中和目标，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品。对市场能够有效调节、在实际生产生活中已经淘汰的生产能力、工艺技术、装备、产品，在没有安全环保等隐患和“死灰复燃”风险、已经有明确监管措施的前提下，不再列入淘汰类。那些未达到最新版《工业重点领域能效标杆和基准水平》的基准能效水平，且在规定时间内未进行改造的项目，以及其产品或设备的能效未满足最新版《重点用能产品设备能效先进、节约和准入标准》的准入标准或低于强制性能效最低要求的项目，参照淘汰类管理。对淘汰类项目，禁止投资。各金融机构应停止各种形式的授信支持，并采取措施收回已发放的贷款；各地区、各部门和有关企业要采取有力措施，按规定限期淘汰。在淘汰期限内国家价格主管部门可提高供电价格。对国家明令淘汰的生产工艺技术、装备和产品，一律不得进口、转移、生产、销售、使用和采用。对不按期淘汰生产工艺技术、装备和产品的企业，地方各级人民政府及有关部门要依据国家有关法律法规责令其停产或予以关闭，并采取妥善措施安置企业人员、保全金融机构信贷资产安全等；其产品属实行生产许可证管理的，有关部门要依法吊销生产许可证；环境保护管理部门要吊销其排污许可证；电力供应企业要依法停止供电。对违反规定者，要依法追究直接责任人和有关领导的责任。

三、具体条目修订概览

《目录（2023 年本）》共有条目 1002 条，其中鼓励类 348 条、限制类 231 条、淘汰类 423 条。与《目录（2019 年本）》相比，鼓励类条目数量减少 476 条、限制类增加 16 条、淘汰类减少 19 条。鼓励类条目数量减少，主要是对同一类型的条目进行了归类整合，以更好突出《目录》体系化特点和实用性，鼓励方向更加聚焦。

鼓励类目录划分了 50 个行业，并主要对各行业条目进行了归类整合；限制类按行业分成了划分了 17 个行业；淘汰类按落后生产工艺装备和落后产品分成两类，

落后生产工艺装备划分了 18 个行业，落后产品划分了 12 个行业。以农林牧渔业为例，首先，行业名称从“农林业”调整为“农林牧渔业”，覆盖范围扩大。其次，细分领域更加明确，归类更科学，而《目录（2019 年本）》并未进行行业细分。鼓励类从 57 类减少为 26 类，但是涵盖内容大幅增加。删除和新增了部分内容，完全新增农业社会化服务部分；此外，限制和淘汰范围有所扩大。

煤炭行业调整的主基调是放松限制，主要体现在：鼓励类——储煤设施建设，洁净型煤技术开发和应用，安全、高效、绿色、智能开采的大型煤矿项目（井工煤矿设计生产能力 ≥ 120 万吨/年、露天煤矿设计生产能力 ≥ 400 万吨/年）。限制类——条件放松，低于 30 万吨/年的煤矿不在对山西、内蒙古、陕西和宁夏等重点产煤区设置更高标准，删除“煤炭资源回收率达不到国家规定要求的煤矿项目”条件。淘汰类——删除“山西、内蒙古、陕西、宁夏 30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年），河北、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、山东、河南、甘肃、青海、新疆 15 万吨/年以下（不含 15 万吨/年），其他地区 9 万吨/年及以下（含 9 万吨/年）的煤矿”表述，意味着符合条件的小煤矿经批准可以恢复生产。

电力行业鼓励类中，电网标准上升，鼓励发展新型储能、生物质热电联产、火力发电低碳节能改造、电力源网荷储一体化和多能互补电源建设。限制类中，发电耗煤标准降低，但限定常规烟煤机组。淘汰类新增“先立后破，根据发布的年度淘汰计划有序淘汰”表述。

钢铁行业总条目减少 18 条，鼓励类减少 7 条、淘汰类减少 11 条。其中，鼓励类条目数量减少，主要是对同一类型的条目进行了归类整合。鼓励“黑色金属矿山开采、选矿及共伴生矿产综合开发利用”“废钢回收、拆解、除油、加工、分类、配送一体化”，与“基石计划”契合，旨在加强钢铁产业链资源保障。鼓励“带式焙烧等高效球团矿生产及高炉高比例球团冶炼，气基竖炉直接还原低碳炼铁（不含煤制气），高炉富氢喷吹冶炼、冶金渣余热回收及综合利用，近终型铸轧一体化，加热炉高效燃烧（包括全氧燃烧技术、富氧燃烧技术、低氮燃烧技术），热轧氧化铁皮无酸表面处理”等条目则紧扣“绿色低碳、超低排放”的环保主题。“限制类”及“淘汰类”则主要从限制和淘汰不够环保及落后的生产工艺设备方面对钢铁产业的绿色改造和产业升级提出相应的产业技术变革和设备优化升级要求。

PART .6

INDUSTRY RESEARCH

**行业
研究**

农村商业银行资本补充的困境

远东资信研究与发展部 / 冯祖涵

【摘要】

农村商业银行在银行净息差收窄的大环境下，面临较大的资本补充压力。截至 2023 年 6 月末，农商行资本充足率为 11.95%，在主要类型商业银行中处于最低水平。

农商行的资本补充压力主要来自于利润增长下滑、内生性资本补充能力下降。2023 年第二季度，农商行资产利润率为 0.67%，低于商业银行平均水平 0.09 个百分点。利润增长的放缓，一方面受净息差收窄影响，另一方面与资产质量滑坡、信用风险出清侵蚀利润有关。从净息差角度来看，利率的连续下调带动银行净息差降至低位水平。2023 年第二季度，农商行净息差已收窄至 1.89%，虽仍高于其他类型商业银行，但收窄趋势明显。从资产质量角度来看，截至 2023 年 6 月末，农商行不良贷款率为 3.25%，高于商业银行平均水平 1.62 个百分点，远高于其他类型商业银行。

农商行外源性资本补充渠道主要包括发行永续债与二级资本债。从永续债来看，农商行发行债券只数少、规模小。永续债自身具有不含利率调升机制且取消派息不构成违约等特点，同时农商行永续债信用评级又相对较低，其发行永续债的难度较大。从二级资本债来看，农商行发行只数较多，规模也相对较大，但今年以来一批农商行集中不赎回二级资本债令其发债压力加大。此外，农商行还可以充分利用中小银行专项债补充资本。2023 年 1-8 月，中小银行专项债发行达到 1523 亿元，其中多数债券所募资金用于支持本省农村信用社与农村商业银行补充资本金。未来，中小银行专项债额度尚有 1247 亿，且今年专项债发行节奏明显加快，可为农商行补充资本金提供有力支持。

展望未来，在银行业净息差收窄、竞争加剧的格局下，农村商业银行内部分化将进一步加大。发达地区的大中城市农商行可发挥其网点数量众多、业务服务下沉充分的优势，保持较为充足的资本水平。县域农商行在面临业务受挤压、资产质量下降等挑战时，消耗大量资本金，同时其市场认可程度较低，外源性资本补充渠道不畅，更多依赖于政府主导的中小银行专项债补足资本。但明年即将正式实施的资本新规对规模小于 100 亿元的商业银行进一步简化资本计量，适当降低其合规成本，县域农商行的资本补充压力或可借此有所减轻。

近期，随着政策利率下调，银行业净息差收窄，利润空间压降，商业银行普遍面临资本补充问题。而作为服务“三农”与小微企业的主力军，农村商业银行自身

实力相对薄弱，盈利能力与资产质量的滑坡更加大其资本补充压力。本文将从农村商业银行资本补充问题入手，着重探讨农商行资本补充的压力与对策。

一、农商行资本充足率现状

对比来看，近年来，农商行资本充足率在主要类型商业银行中处于最低水平。截至 2023 年 6 月末，农商行资本充足率为 11.95%，低于商业银行平均水平 2.71 个百分点，与城商行资本充足水平较为接近。纵向来看，2020 年至 2022 年，农商行资本充足率虽有起伏波动，但仍保持着 12% 以上；2023 年，这一指标跌破 12%，跌至历史低位。但近期各类商业银行均面临资本充足率下滑问题，其中大型商业银行资本充足率降幅更甚于农商行。

从资本充足率公式来看，资本充足率是资本净额与风险加权资产的比值。资本充足率的下降或来自于资本净额的萎缩，或受风险加权资产扩张影响，或因二者综合作用。从实际情况来看，近期大中型商业银行业务下沉，农商行业务拓展受挤压，其资本充足率下降更多受资本净额下降带动；而大型商业银行则是为发挥逆周期稳增长作用，快速扩张银行资产，导致资本充足率下滑。二者所处境况不同，农商行面临较大的资本补充压力。

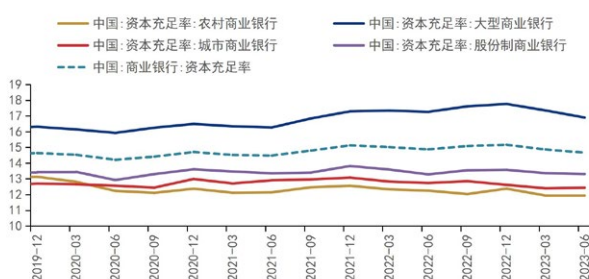


图 1：商业银行资本充足率 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

二、农商行资本补充压力

农商行的资本补充压力主要来自于利润增长下滑、内生性资本补充能力下降。2023 年第二季度，农商行资产利润率为 0.67%，与城商行水平接近，低于商业银行平均水平 0.09 个百分点。纵向来看，2022 年第三季度，农商行资产利润率跌至 0.26% 的历史低点，随后两个季度企稳回升，但于 2023 年第二季度再度下跌。利润增长的放缓，一方面受净息差收窄影响，另一方面与资产质量滑坡、信用风险出清侵蚀利润有关。

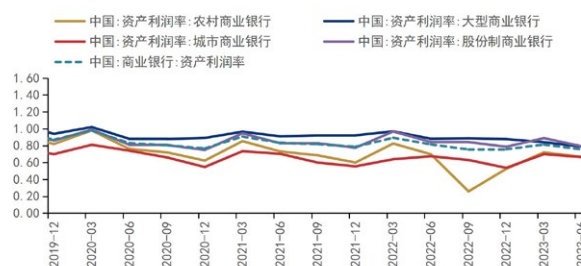


图 2：商业银行季度资产利润率 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

从净息差角度来看，利率的连续下调带动银行净息差降至低位水平。自 2022 年起，央行多次调整政策利率，以降低实体经济融资成本，推动经济企稳回升。当前，七天逆回购利率已降至 1.8%，一年期 MLF 利率降至 2.5%。贷款市场利率也随之下降，当前 1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%。此外，在《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》指引下，近期多家银行已开始批量调整存量房贷利率。利率下调直接影响银行净利息收入，导致银行净息差快速收窄。2023 年第二季度，农商行净息差已收窄至 1.89%，虽仍高于其他类型商业银行，但收窄趋势明显。

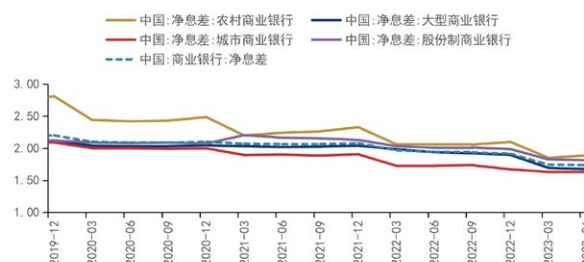


图 3：商业银行季度净息差 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

从资产质量角度来看，近期农商行不良贷款率虽有所下降，但仍处于较高水平。截至 2023 年 6 月末，农商行不良贷款率为 3.25%，高于商业银行平均水平 1.62 个百分点，远高于其他类型商业银行。农商行资产质量问题多与其自身定位有关，农商行以农户、农村集体经济组织、小微企业为主要服务对象，此类市场主体自身抗风险能力较差，偿付能力较弱，同时农商行展业局限于区域内，其资产质量更易受区域内产业结构与

产业发展状况影响。但同时资产质量问题也与部分农商行运营管理不成熟、信贷风险识别存在问题有关。

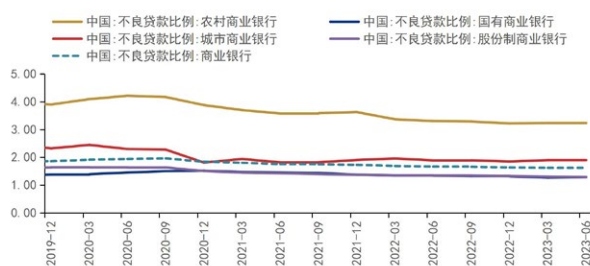


图 4：商业银行不良贷款率 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

本文选取了6家已披露半年报的上市农村商业银行，包括渝农商行、上海农商银行、广州农商银行、东莞农商银行、青农商行与九台农商银行，借此观察农商行不良贷款分布领域。从公司不良贷款分布行业来看，批发与零售业不良贷款占比最大，截至2023年6月末，这一比例约为19%；租赁与商务服务业不良贷款占比排名第二，约13%；房地产业不良贷款占比自2022年下半年迅速攀升，现达到11.5%；制造业不良贷款占比于2023年上半年大幅抬升，由6.4%上涨至8.8%；交通运输仓储及服务业、电力热力燃气及水生产和供应业、农林牧渔业等行业当前不良贷款占比相对较少。总体来看，前三大行业不良贷款占比合计超过43%，不良贷款的行业集中度较高。此外，当前房地产业行业风险化解仍在进行中，部分相对风险较高的房企项目可能会导致银行贷款资产质量的进一步下迁。从个人不良贷款的类型来看，个人住房不良贷款占比于2022年末升至5.28%的高位，这一比例于2023年上半年有所下降，

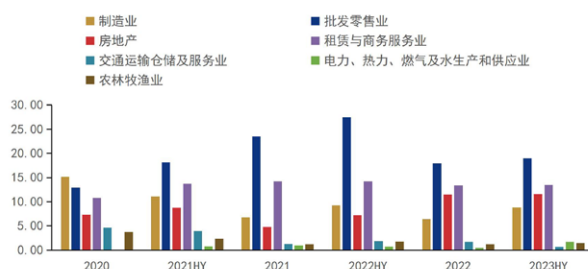


图 5：样本银行主要行业不良贷款占不良贷款余额的比重 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

但绝对水平仍较高。后续，二三线城市与县域农村房价增长缺乏动力，叠加经济弱复苏，或将进一步冲击农商行个人住房贷款资产质量。

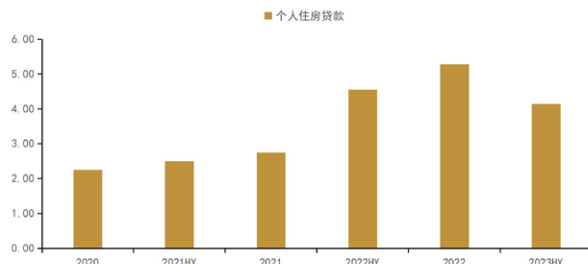


图 6：样本银行个人住房不良贷款占不良贷款余额的比重 (%)

资料来源：wind，远东资信整理

三、农商行外源性资本补充渠道

如前所述，农商行盈利能力下降、资产质量滑坡，内生性资本补充能力下降。其外源性资本补充渠道主要有上市融资，增资扩股，发行可转债、优先股、永续债、二级资本债等。农商行虽机构数量众多，但其内部差异巨大，截至2022年末，我国共有1607家农村商业银行，其中境内外上市银行仅17家。绝大多数农商行上市难度较大，无法通过IPO方式补充一级资本，发行永续债与二级资本债成为农商行主要的外源性资本补充渠道。

商业银行永续债，是指商业银行发行的、受偿顺序在存款人、一般债权人和处于高于本期债券顺位的次级债务之后，发行人股东持有的所有类别股份之前的债券，属于其他一级资本补充工具。商业银行永续债期限以5+N为主，发行人每5年决定是否将债券延期，如延期，将同时对票面利率进行调整。根据规定，商业银行永续债不得含有利率跳升机制及其他赎回激励。同时，发行银行在任何情况下都有权取消资本工具的派息，且不构成违约事件。

我国商业银行永续债发行始于2019年，农村商业银行自2020年起参与永续债发行，但总体发行债券只数少、规模小。截至2023年10月10日，农商行共发行21只永续债，规模总计404亿元。分年度来看，在经历了上年农商行永续债发行放缓后，今年以来永续债

发行需求回暖，发行规模明显上涨。从债券信用级别来看，农商行所发行的永续债债券级别多为 AA+ 级与 AA 级，信用级别相比于国有大行所发行债券较低。综合来看，永续债作为其他一级资本补充工具，可以为农商行增加其他一级资本，优化资本结构；但对于大部分资质偏弱的农商行来说，永续债自身不含有利率调升机制且取消派息不构成违约，农商行永续债信用评级又相对较低，需要提高利率吸引投资者，整体发行难度较大。

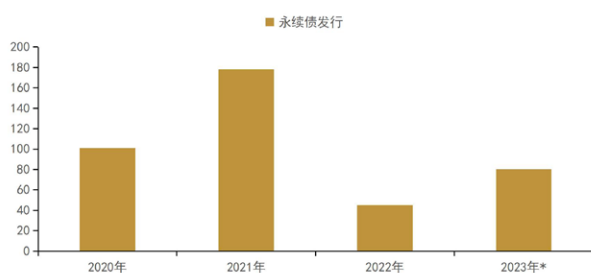


图 7：农商行永续债发行规模（亿元）

附：2023 年数据截至 2023 年 10 月 10 日

资料来源：wind，远东资信整理

商业银行二级资本债是指商业银行发行的、本金的清偿顺序和利息支付顺序均在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前的债券，属于二级资本工具。二级资本债一般发行期限为 10 年，在第 5 年末发行人有权提前赎回。根据《商业银行资本管理办法》规定，二级资本工具在第一个 5 年后“可计入二级资本的金额应按 100%、80%、60%、40%、20% 的比例逐年减计”。这一资本金衰减的特殊条款使银行更有动力按期赎回旧债，然后再发新债完成置换。

农村商业银行二级资本债发行只数较多，规模也相对较大。截至 2023 年 10 月 10 日，农商行共发行 208 只二级资本债，规模总计 1635.45 亿元。分年度来看，2022 年农商行二级资本债发行规模达到 403.55 亿元，但今年以来二级资本债发行规模仅 225 亿元。农商行二级资本债发行压力加大或与多家银行到期不赎回二级资本债有关。市场上涉及次级债到期不行使赎回权的银行主体中农商行占据多数，今年以来又有一批农商

行集中不赎回二级资本债。烟台农商行、安徽太和农商行、荆门农商行、孝感农商行、湖北十堰农商行、山西平遥农商行、山西榆次农商行相继发布公告选择不赎回二级资本债。不赎回的商业银行多由于资产质量、盈利能力恶化导致重新发债成本上升，银行再融资难度较大；部分商业银行资本充足率已逼近或低于监管要求，不满足二级资本债的赎回条件。但发债不赎对银行信用也将造成负面影响，可能导致市场对发行人的信心下降，影响其后续发债融资。



图 8：农商行二级资本债发行规模（亿元）

附：2023 年数据截至 2023 年 10 月 10 日

资料来源：wind，远东资信整理

除上述所说的传统的外源性资本补充渠道外，农商行还可以充分利用中小银行专项债补充资本。2020 年，国务院常务会议决策部署在当年新增地方政府专项债券限额中安排一定额度，专项用于补充中小银行资本金。2020-2022 年，共新增 5500 亿元地方政府专项债券用于补充中小银行资本金。2020、2021、2022 年中小银行专项债发行额度分别为 506 亿元、1594 亿元、630 亿元，尚有 2770 亿元专项债额度待使用。2023 年初，财政部通过 4 号文、5 号文向 18 个地方下达了中小银行专项债额度。天津、广西、河北、安徽、新疆、大连、云南、宁夏等地区，额度分别为 67 亿元、172 亿元、150 亿元、64 亿元、50 亿元、40 亿元、31 亿元、30 亿元。

2023 年 1-8 月，中小银行专项债发行达到 1523 亿元，发行规模接近 2021 年全年规模。其中多数债券所募资金用于支持本省农村信用社与农村商业银行补充资本金，农村商业银行中多为县域级农商行。目前，中

小银行专项债注资模式主要有金控平台间接入股和认购转股协议存款两种，前者由金控平台入股银行，直接补充银行的核心一级资本；后者由地方财政部门直接使用专项债资金认购转股协议存款，可用于补充银行的其他一级资本，转股后可补充银行核心一级资本，转股触发

事件包括银行资本充足率低于 5.125% 或其他特殊规定。未来，中小银行专项债额度尚有 1247 亿元，且今年专项债发行节奏明显加快，中小银行专项债可为农商行补充资本金提供有力支持。

表 1：2023 年以来中小银行专项债发债情况一览表

中小银行专项债	发行起始日	发行规模（亿元）	募集资金使用对象
23 大连债 06	2023-02-27	40.00	大连银行
23 黑龙江 13	2023-03-16	100.00	哈尔滨银行
23 内蒙 03	2023-03-30	200.00	内蒙古自治区 26 家农村信用合作联社与农村商业银行
23 宁夏债 05	2023-04-13	30.00	宁夏银行
23 黑龙江债 14	2023-04-18	90.00	大庆农村商业银行、黑龙江杜尔伯特
23 辽宁债 14	2023-04-18	150.00	盛京银行
23 辽宁债 15	2023-04-25	250.00	辽宁省省级农商行
23 安徽债 38	2023-05-16	64.00	安徽 12 家农村商业银行
23 新疆债 19	2023-05-23	50.00	新疆 9 家农村信用合作联社与农村商业银行
23 陕西债 30	2023-05-31	6.13	陕西 13 家县级农村信用社和陕西秦农农村商业银行
23 陕西债 35	2023-05-31	80.00	同“23 陕西债 30”
23 陕西债 31	2023-05-31	16.01	同“23 陕西债 30”
23 陕西债 32	2023-05-31	2.98	同“23 陕西债 30”
23 陕西债 33	2023-05-31	72.84	同“23 陕西债 30”
23 陕西债 34	2023-05-31	97.82	同“23 陕西债 30”
23 四川 44	2023-07-07	54.00	中小银行
23 云南 16	2023-07-28	31.00	富滇银行
23 广东债 49	2023-08-02	100.00	广东南粤银行
23 贵州债 26	2023-08-25	50.00	贵州 21 家农村商业银行与农村信用合作社

附：数据截至 2023 年 10 月 10 日
资料来源：wind，远东资信整理

四、总结与展望

农村商业银行作为服务“三农”与小微企业的主力军，自身实力相对薄弱，在银行净息差收窄的大环境下，面临较大的资本补充压力。截至 2023 年 6 月末，农商行资本充足率为 11.95%，低于商业银行平均水平 2.71 个百分点，在主要类型商业银行中处于最低水平。从实际情况来看，近期大中型商业银行业务下沉，农商行业务拓展受挤压，其资本充足率下降更多受资本净额下降带动。

农商行的资本补充压力主要来自于利润增长下滑、内生性资本补充能力下降。2023 年第二季度，农商行资产利润率为 0.67%，低于商业银行平均水平 0.09 个百分点。利润增长的放缓，一方面受净息差收窄影响，

另一方面与资产质量滑坡、信用风险出清侵蚀利润有关。从净息差角度来看，利率的连续下调带动银行净息差降至低位水平。2023 年第二季度，农商行净息差已收窄至 1.89%，虽仍高于其他类型商业银行，但收窄趋势明显。从资产质量角度来看，截至 2023 年 6 月末，农商行不良贷款率为 3.25%，高于商业银行平均水平 1.62 个百分点，远高于其他类型商业银行。通过观察 6 家已披露半年报的上市农村商业银行，可以发现农村商业银行不良贷款多集中于批发与零售业、租赁与商务服务业以及房地产业，此三大产业不良贷款占比合计超过 43%，行业集中度较高；同时，个人住房不良贷款占比也处于较高水平。

在农商行内生性资本补充能力下降的背景下，其

外源性资本补充渠道主要包括发行永续债与二级资本债。从永续债来看，农商行发行债券只数少、规模小。永续债自身具有不含利率调升机制且取消派息不构成违约等特点，同时农商行因自身资质偏弱永续债信用评级又相对较低，对投资者吸引力不足，其发行永续债的难度较大。从二级资本债来看，农商行发行只数较多，规模也相对较大，但今年以来一批农商行集中不赎回二级资本债令其发债压力加大。此外，农商行还可以充分利用中小银行专项债补充资本。2023 年 1-8 月，中小银行专项债发行达到 1523 亿元，发行规模接近 2021 年全年规模。其中多数债券所募资金用于支持本省农村信用社与农村商业银行补充资本金。未来，中小银行专项债额度尚有

1247 亿元，且今年专项债发行节奏明显加快，可为农商行补充资本金提供有力支持。

展望未来，在银行业净息差收窄、竞争加剧的格局下，农村商业银行内部分化将进一步加大。发达地区的大中城市农商行可发挥其网点数量众多、业务服务下沉充分的优势，保持较为充足的资本水平。县域农商行在面临业务受挤压、资产质量下降等挑战时，消耗大量资本金，同时其市场认可程度较低，外源性资本补充渠道不畅，更多依赖于政府主导的中小银行专项债补足资本。但明年即将正式实施的资本新规对规模小于 100 亿元的商业银行进一步简化资本计量，适当降低其合规成本，县域农商行的资本补充压力或可借此有所减轻。



现代设施农业发展初探

远东资信研究与发展部 / 简尚波

【摘要】

发展现代设施农业是我国全面推进乡村振兴和加快建设农业强国的重要实施路径，对于稳定粮食和重要农产品供给和维护国家粮食安全，提升农业生产效率具有重要作用。

基于设施农业发展的重要性，近年以来，党中央、国务院以及农业农村部、自然资源部等有关部门陆续出台政策和规划，积极推动现代设施农业发展。相关政策和规划等文件，从加强用地保障、改善融资支持等外部支持，以及促进各类设施农业发展等内在建设角度深入推动设施农业发展。其中，四部门《全国现代设施农业建设规划（2023—2030 年）》提出了建设以节能宜机为主的现代设施种植业等四大重点任务和现代设施农业提升工程等六大重点工程。

我国已成为全球设施农业第一大国，设施农业总产值超 4.47 万亿元，尤其设施种植面积达 4270 万亩，占世界设施农业总面积的 80% 以上。但在增强科技创新实力、提高农业生产效率、拓展和深化市场应用、改善市场主体融资环境等方面还有显著发展潜力，从而推进设施农业高质量发展方面还有显著潜力。本文重点分析了我国设施农业科技研发创新成效、融资环境、运营管理体制机制等局限。

展望未来，我国设施农业高质量发展前景明朗，加快推动设施农业高质量发展，需要大力支持农业科技研发创新，大力支持相关平台企业发展，加大设施农业的新技术、新产品投放市场力度，大力推动政企力量整合协调，同时需要努力改善推动设施农业发展的相关主体和机构融资环境。从改善融资角度，建议推动地方政府债券支持设施农业发展，加强政策性和商业性金融债券对设施农业的支持，加强公司债券等其余各类信用债券对于设施农业的支持，高度重视设施农业领域中小企业融资，同时深化面向设施农业企业债券市场的信息披露机制、融资担保增信体系等运行机制建设。

发展现代设施农业是我国全面推进乡村振兴和加快建设农业强国的重要实施路径，对于稳定粮食和重要农产品供给和维护国家粮食安全，提升农业生产效率具有重要作用。近年以来，我国设施农业快速发展，现已成为全球设施农业第一大国，但在提升农业机械化与智

能化程度、提高农业领域科技创新实力和增强农业生产效率等方面仍有显著改善潜力。本文聚焦我国设施农业发展研究，在分析我国设施农业发展的政策环境、发展基本现状与主要不足的基础上，展望了其未来发展前景，并且重点针对如何改善设施农业发展的融资环境等问题

提出了相应对策建议。

一、现代设施农业概述

设施农业是指利用工程技术手段和工业化生产的农业，设施农业能够为植物生产提供适宜的生长环境，使其在舒适的生长空间内健康生长，从而获得较高经济效益。设施农业属于高投入高产出，资金、技术、劳动力密集型的产业。它是利用人工建造的设施，使传统农业逐步摆脱自然的束缚，走向现代工厂化农业、环境安全型农业生产、无毒农业的必由之路，同时也是农产品打破传统农业的季节性，实现农产品的反季节上市，进一步满足多元化、多层次消费需求的有效方法。设施农业按照实践领域，可包括设施种植业、设施畜牧业、设施渔业、涉农现代物流业等多元类型。

设施农业的应用有利于推动农业生产的标准化、集约化，提高生产效率，降低生产成本，并且满足社会对于农业产品的多元化、多层次消费需求。大力推动现代设施农业发展，对于保障粮食和重要农产品供给，推动农村绿色低碳发展，促进乡村振兴、农业现代化和建设农业强国等具有重要意义。

二、现代设施农业发展的政策环境

（一）国家层面相关支持政策要点梳理

基于设施农业发展的重要性，近年以来，党中央、国务院以及农业农村部、自然资源部等有关部门陆续出台规划和政策，积极推动现代设施农业发展。

2019年，《自然资源部农业农村部关于设施农业用地管理有关问题的通知》发布，提出了设施农业用地包括农业生产中直接用于作物种植和畜禽水产养殖的设施用地；明确了设施农业属于农业内部结构调整，可以使用一般耕地，不需落实占补平衡。

2020年，《农业农村部关于加快推进设施种植机械化发展的意见》明确提出：到2025年，以塑料大棚、日光温室和连栋温室为主的种植设施总面积稳定在200万公顷以上；适宜机械化生产的新品种和新技术新模式

加快推广，设施蔬菜、花卉、果树、中药材的主要品种生产全程机械化技术装备体系和社会化服务体系基本建立，设施种植机械化水平总体达到50%以上。

2021年3月，我国发布的“十四五”规划和2035年远景目标纲要，提出了“积极发展设施农业，因地制宜发展林果业”“完善农村用地保障机制，保障设施农业和乡村产业发展合理用地需求”等设施农业发展支持制度。

2022年4月，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议提出，全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。本次会议关于“要加强农业农村基础设施建设”，提出了加强高标准农田建设、稳步推进建设“四好农村路”、加快城乡冷链物流设施建设、实施规模化供水工程、加强农村污水和垃圾收集处理设施建设等要求。其中，城乡冷链物流设施对于包括农产品保鲜至关重要，是设施农业产业链的重要配套设施，而农村公路、规模化供水工程等农业农村基础设施建设，能为设施农业发展提供良好的外部环境。

2023年6月，为加快现代设施农业发展，农业农村部、发改委、财政部、自然资源部联合印发《全国现代设施农业建设规划（2023—2030年）》。《规划》明确了实现稳产保供水平提升、科技装备水平提升、质量效益水平提升、绿色发展水平提升等规划目标，提出了建设以节能宜机为主的现代设施种植业、以高效集约为主的现代设施畜牧业、以生态健康养殖为主的现代设施渔业、以仓储保鲜和烘干为主的现代物流设施等四大重点任务，布局了现代设施农业提升工程、戈壁盐碱地现代设施种植建设工程、现代设施集约化育苗（秧）建设工程、高效节地设施畜牧建设工程等六大重点工程。同月，央行等五部门印发《关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见》，提出了加大现代设施农业和先进农机研发融资支持力度，强调了依托设施农业现代化提升行动，创新金融产品和服务模式，加大对粮食烘干、设施农业生产、农产品产地冷藏、冷链物流设施、畜禽规模化养殖和屠宰加工、水稻集中育秧

中心、蔬菜集约化育苗中心等领域金融支持力度等内容。

2023年7月，农业农村部办公厅发布《关于做好现代设施农业建设项目谋划储备的通知》。该部将建立健全农业农村基础设施融资项目库，做好设施种植、设施畜牧、设施渔业、现代物流设施等各类现代设施农业建设项目谋划储备，引导加大融资支持。《通知》鼓励各地按照市场化原则，立足项目融资建设需要，综合考虑项目实施主体、资金结构、运营方式等因素，因地制宜设计符合现代设施农业特点的项目投融资模式。

（二）地方政策出台情况

在中央关于设施农业发展的支持政策指导下，全国多个地区结合当地设施农业现状基础和未来发展需要，先后出台了针对设施农业发展的专门政策。本文重点梳理全国设施农业大省——江苏、山东、辽宁、河北近期出台的促进设施农业发展政策举措。

江苏是全国设施农业强省，在全国率先整省基本实现粮食生产全程机械化，农作物耕种收综合机械化率达85%，农业生产数字化、装备设施智能化、农业服务信息化水平居于全国前列。江苏省政府及其部门高度重视设施农业发展，2023年9月，《江苏省现代设施农业建设引领示范行动实施方案（2023至2030年）》出台，致力于将现代设施农业建成“农业现代化走在前”标志性工程。《方案》提出了到2025年，设施蔬菜产量占比达到50%、畜禽养殖规模化率达到85%、设施渔业产量占比达到60%，设施农业总产值超过3000亿元，以及到2030年建成全国高水平现代设施农业示范地区等目标，明确了打造“两沿一环”设施种植优势区、“高效绿色”设施畜牧优势区、“一主两翼”设施渔业优势区、“点面结合”农产品仓储保鲜和粮食产地烘干设施体系等任务。

近年来，山东把发展现代设施农业作为重要农产品稳产保供的主渠道、提高土地利用效率的主方向、发展绿色生态农业的主阵地，据山东省农业农村厅资料，全省60%的蔬菜、80%的水产品、86%的畜产品来自设施农业。山东设施农业的发展，得益于政府的支持和

重视，其中包括实施良种工程、种业振兴计划，开展设施农业技术试验示范、技术培训，支持建设“数字化育苗工厂”“智慧连栋温室”等。2023年8月，山东省农业农村厅下发《关于做好现代设施农业建设项目谋划储备的通知》中指出，要强化大中城市现代化都市设施农业建设，突出发展现代都市型智慧设施农业，建设一批全年生产、立体种植、智能调控的连栋温室和植物工厂等高端生产设施，形成一批布局合理、高产高效的现代设施农业标准化园区。

辽宁作为设施农业大省，全省农机总动力预计超过2660万千瓦，农作物耕种收综合机械化率超83%，高出全国平均水平11个百分点。辽宁在推动设施农业的政策方面，近年制定了深松、保护性耕作、秸秆还田和农机作业信息化监测应用等重点技术规范，辽宁省农业农村厅、省财政厅联合印发的《2023年农业经营主体能力提升资金项目实施方案》强调，在辽宁全省开展设施农业贷款贴息，引导、撬动金融和社会资本投入设施农业建设，进一步优化辽宁省现代化设施农业空间布局，强化科技和装备支撑，推动产业融合发展，加快绿色低碳转型。

河北省近年大力发展设施农业，促进农业现代化发展。“十三五”时期，全省设施农业、畜牧养殖、水产养殖和农产品初加工机械化率由总体31%提升到35%。智慧农机快速发展，围绕精细整地、精量播种、精准施肥和精确收获等农机精准作业关键技术，在全省43个县打造智慧农场79个，探索建立了一整套以智能化为主导、以精准作业为核心的技术体系。从设施农业支持政策出台来看，根据2019年出台的《河北省人民政府关于加快推进农业机械化和农机装备产业转型升级的实施意见》，河北省从巩固优势农机装备竞争力、推动新型农机装备创新发展、培育农机装备产业集群等角度加快推动农机装备产业转型升级，并以推进主要农作物全程机械化、加强薄弱区域新机具新技术研发推广等为抓手，推进农业生产机械化全程全面发展。2023年1月出台的《河北省“十四五”农业机械化发展规划》，

则明确提出了加快推进设施种植全程机械化、推进主要畜禽规模化养殖全程机械化、构建水产绿色养殖全程机械化体系等任务。

三、我国设施农业发展总体现状及不足分析

我国已成为全球设施农业第一大国，设施农业总产值超 4.47 万亿元。其中，设施种植业方面，2022 年全国设施种植面积达 4270 万亩，占世界设施农业总面积的 80% 以上，其中设施蔬菜（含食用菌）占 81%，占我国蔬菜总产量的 30%。设施蔬菜常年生产约 30 个种类，黄瓜、番茄、茄子、辣椒等品种基本实现全年生产，为蔬菜周年均衡供应提供了重要保障。在设施养殖方面，2020 年畜禽养殖规模化率、畜禽养殖机械化率和畜牧业技术贡献率分别达 67.5%、35.5% 和 66%。在设施渔业方面，2021 年养殖水体近 1 亿立方米，比 2015 年增长 40%，产量超 2600 万吨，占水产品养殖的 52%（参考：樊胜根，发展设施农业践行大食物观，经济日报，2023-07-14）。

综上所述，我国是全球设施农业第一大国，市场规模地位显赫，但在增强科技创新实力、提高农业生产效率、拓展和深化市场应用、改善市场主体融资环境等方面还有显著发展潜力。其中：

科技研发创新成效亟待增强。我国的设施农业较国外起步晚，在设施建设、技术研究、装备研发等方面落后于发达国家。中国农业科学院 2022 年工作会议资料显示，我国农业科技基本可以自立，但是与最发达国家还有较大差距，实现高水平自立自强任务十分艰巨。其中包括：部分前沿和交叉领域原创性引领性创新能力不足，例如物联网、大数据、区块链、人工智能等新兴信息技术及其交叉融合和农业应用方面，缺乏“从 0 到 1”的重大原创成果。部分重要种源和农机装备自主可控能力不强，例如农机装备短板突出，部分高端农机、智能装备或核心部件严重依赖进口，适合大豆玉米带状复合种植、轻简化作业、丘陵山地作业等专用农机研发亟待破题。另据中国工程院赵春江院士的分析，我国智慧农

业仍缺乏基础研究和技術积累，受农机产品需求多样化、机具作业环境复杂等因素影响，我国目前的农机化和农机装备的智能化水平与发达国家相比仍有 10 个至 20 个百分点的差距。

支持设施农业发展的融资环境有待改善。从债券融资角度而言，专门投向设施农业的案例偏少。例如截至 2023 年 9 月底，公司债券、企业债券、短期融资券、中期票据、定向工具、资产支持证券等六大存量信用债券（资产支持证券取发行人和原始权益人相同的券）共计 3.99 万只、余额约 3 万亿元债券中，发行人行业属性属于农业、畜牧业、渔业、农副食品加工业，或者从事于新农村建设、农业投资开发、农科、农垦领域等设施农业相关领域的债券约为近 300 只，债券数量占比仅约 0.7%，债券余额（1500 余亿元）占比仅约 0.5%，专门支持设施农业科技研发创新的债券更是稀缺。此外，截至 2023 年 9 月底，存量地方政府债券支持城乡发展（包括城乡冷链物流、城乡基建）、农林水利、乡村振兴的债券有 591 只，余额 1.58 万亿元，其募集资金主要投向支持水利、交通等基建领域，缺乏针对现代设施农业科技研发、设施农机制造和推广应用等领域的精准支持。

设施农业领域运营管理体制机制有待改善。荷兰是全球设施农业发达国家，荷兰设施农业形成了高度分工协作体系，以西红柿产业为例，荷兰西红柿产业从育苗、基质供应、营养液配方、病虫害防治、劳动培训以及研发等环节，都有专业化的服务公司和机构提供相关服务，专业化服务公司与西红柿温室工厂建立了紧密合作关系，共同推动西红柿产业链生产效率的显著提升。以色列土地近 60% 为沙漠，但以色列农业在面对干旱、缺水、缺地等自然条件下实现了农业现代化，向世界 60 多个国家出口农产品、农资装备、传授农业生产技术。以色列在发展设施农业方面，建立了包括农业科研管理、农业科技推广、农民培训与教育等在内的发达的农业科技创新体系，构建了凝聚政府、高校、企业等多方合力的创新生态系统，拥有高效运作的农业科技孵化器（参

考：荷兰高度发达的现代设施农业，如何助力西红柿产业大飞跃，乡村集结号，2023-03-04；全方位了解极具代表性的以色列农业，及时链，2020-06-10）。相对荷兰、以色列等设施农业发达国家而言，我国设施农业领域运营管理体制机制有待不断健全，其管理体制仍以经验管理、粗放管理等传统方式为主，与设施农业相关的包括政府、科研、生产等各类资源高效协同、各类市场主体精细化的分工合作机制有待深入探索实践。

四、设施农业发展前景及实施路径建议——侧重从融资环境改善角度

加快设施农业现代化建设，不仅顺应乡村振兴和农业强国建设等国家战略需要，而且是在耕地面积紧张、农业劳动力结构性短缺和人力资源成本增长、居民消费结构不断升级和对食品消费需求日趋多元化等条件下，推动农业和农村地区可持续发展和绿色发展，提高农业生产效率和维护粮食安全，满足人民群众消费结构升级需求的重要途径。展望未来，基于我国庞大的耕地（坚守 18 亿亩红线）、人口（其中农村人口约 5 亿）等要素支撑，以及现代设施农业发展相对落后的现状和大力改善发展现状的现实需求，我国设施农业高质量发展前景十分明朗，设施农业有望朝着稳产保供水平提升、科技装备水平提升、质量效益水平提升、绿色发展水平提升等目标积极推进，从而不断提高我国设施农业机械化、数字化、智慧化、绿色化水平，让现代化、高水平设施农业发展的丰硕成果造福广大农村地区并且惠及周边县城、城市等全国各地。

加快推动设施农业高质量发展，需要大力支持以农科院所、农业科技企业等为载体的农业科技研发创新，大力支持支持农业制造业企业和推进新农村的区域性平台企业发展，加大设施农业的新技术、新产品投放市场力度。同时，需要大力推动与设施农业发展相关的政府及主管部门、相关行业协会、相关技术 / 制造 / 服务企业等各类主体力量资源在促进设施农业发展方面的力量整合协调，同时需要努力改善推动设施农业发展的相关

主体和机构融资环境。

从债券市场融资环境改善来看，未来债券市场支持设施农业发展，建议从以下多个方面着力推进。

建议推动地方政府债券支持设施农业发展。为深入支持设施农业领域基础科研及其与应用研究结合，建议强调支持地方政府发行一般债券或专项债券，专门用于支持设施农业及相关领域具有公益性、准公益性的科技研发创新，以及市场化推广项目，包括但不限于诸如大棚养殖技术、智慧渔场建设等方面。

建议加强金融债券对设施农业领域的支持。中国农业发展银行以筹集支农资金，支持“三农”事业发展为主要任务，其支持领域包括办理农业农村基础设施和水利建设、流通体系建设贷款，办理农业综合开发、生产资料和农业科技贷款等多方面。建议中国农业发展银行考虑通过发行专项金融债券等方式，募集资金用于强化对各地区发展设施农业项目的支持。国家开发银行是我国另一家重要的政策性银行，建议国开行充分发挥开发性金融作用，考虑通过发行国开债，募集资金投向包括中西部等相对欠发达地区发展设施农业的支持。农发行、国开行发行债券对于设施农业的支持，还能发挥政策性金融对于社会资金的引领作用，引导更多社会资金支持全国各地设施农业发展。此外，建议监管部门支持商业银行发行乡村振兴专项债或者普通金融债以募集资金，用于择优向设施农业领域中小微企业乃至个体户发放贷款，努力改善各地设施农机等设施农业技术和产品的推广与应用成效。

建议加强公司债券等各类信用债券对于设施农业发展的支持力度，推进精准、高效支持。例如可以发挥各地区证监局、农业农村委员会（厅局）、经信委（厅局）等部门和市场合力，遴选各地区在推进设施农业发展的典型企业，鼓励优质企业申报债券发行。建议大力推进信用债支持融合绿色低碳、智慧发展、农业科技创新、农业生产效率提升等多功能于一体的设施农业项目发展。

建议高度重视设施农业领域中小企业融资，针对设施农业从高科技研发设计、产品制造到投放农村地区

应用等，注重适度加强各环节的中小企业的债券融资支持，将支持设施农业领域的科技型中小企业融资，纳入为高收益债券市场和科创债券市场发展的一大支持重点。

建议深化面向设施农业企业债券市场的信息披露机制、融资担保增信体系等运行机制建设。设施农业技术和设备在全国各地广大农村地区推广应用，需要由各地推进设施农业发展的重点企业积极参与，实现东部、中西部、东北等全国各区域设施农业均衡协调发展。而

在推动债券市场支持全国各地设施农业发展过程中，考虑到部分企业可能面临信用资质不强，但对于带动区域设施农业发展具有重要地位，建议酌情给予增信机制支持以提升信用质量。同时，针对关于设施农业债券市场融资，建议深化发行人信用评级等关键信息披露建设，提升债券发行人信息透明度，增强投资者购买设施农业债券的信心，推动设施农业债券市场高效运作和促进设施农业真正实现高质量发展。



工商企业的经营分析思维

——以制造业为例

远东资信金融评级部 / 杨涵 武潇潇

【摘要】

工商企业是目前中国市场上存续最多的经营实体，其中制造业作为工商企业的典型代表，已经成为中国债券市场重要的发行成员。在制造业发行人的信用评级报告中，分析师通常采用经营分析与财务分析相结合的方式开展作业，并辅以盈利能力、经营效率和财务分析相结合的作业模式对发行人的经营和财务状况加以说明。在本文中，我们将采用制造类企业的产供销业务逻辑对“经营 + 财务”分析模式的合理性做出解释，同时给出一些通过财务指标判断发行人经营能力的方法。

一、为什么是“经营 + 财务”的分析模式，为什么要采用盈利能力、经营效率和财务分析的细分方法

通常而言，我们可以用“企业家经营目的”来解释“经营 + 财务”的分析方法。在风险不变的前提下，企业家经营的目的是利用有限的权益资金投入，追求尽可能多的利润，即净资产收益率最大化。评级作业中，分析师会引入杜邦分析法，将发行人的净资产收益率逐级分解为多项财务比率乘积，借以评价发行人的经营业绩。

依据杜邦分析法和相关财务管理公式，经营资产收益率可以表述为总资产收益率与权益乘数（即总资产 / 所有者权益）的乘积，而总资产收益率和权益乘数两者恰恰反映了发行人利用资产赚取利润的经营能力以及利用财务杠杆将利润进行放大的能力。因此在做工商企

业发行人竞争力分析时，我们要做从经营和财务分析两方面开展研究工作。

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益（公式 1 - 1）

$$\text{净资产收益率} = \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \quad (\text{公式 1 - 2})$$

净资产收益率 = 总资产收益率 × 权益乘数（公式 1 - 3）

如果我们对净资产收益率做更深一层次的细分，可以发现净资产收益率可以被表述为销售净利率、总资产周转率和权益乘数三者的乘积，即将企业家经营的目的（净资产收益率）表达为盈利能力、经营效率和财务杠杆三者的综合表现。这就是分析师为什么要从盈利能力、经营效率和财务三个方向开展发行人竞争力的合理解释了。

$$\text{净资产收益率} = \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \quad (\text{公式 1-4})$$

$$\text{净资产收益率} = \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \quad (\text{公式 1-5})$$

同时，我们不难发现对发行人经营的分析在某种意义上与对其盈利能力和经营效率的分析时等同的。现实评级作业中，我们做发行人经营分析时既要关注主营业务毛利率情况，又要关注其结算周期以及应收款项周转效率的原因正是基于这个背景产生的。

二、制造企业的“产供销”经营流程也是投入营运资金再收回资金的财务流程，经营分析也可以体现为财务指标分析

我们知道依据“波特五力模型”，“产供销”流程中必不可少的三者是以发行人为代表的“再生产企业”、供应商和客户。这三者的竞争态势决定了发行人的综合竞争力。因为“产供销”经营业务流程以及其背后蕴含的投入营运资金再收回资金的财务流程在事实上是一脉相承的，因此在分析师不能获得发行人具体经营业务描述的时候，我们可以采用财务指标进行必要的替代。简言之，我们可以认为同等条件下，资产周转效率越高、盈利能力越高的发行人在经营环境中更具备竞争优势。



图 1：制造类企业“产供销”流程

资料来源：远东资信整理

从业务流程上看，制造类企业的“产供销”流程可以表述为发行人首先筹集生产所需流动资金，从供应

商采购生产所需原材料并进行合理加工，再向客户进行销售并收回现金，最终进行财务成果计算与分配的过程。从财务角度来讲，“产供销”流程也可以表述为发行人融入营运资金（也称为补充流动资金、垫资），投入生产营运资金（原材料、半成品、形成应付账款），再通过销售回流资金实现增值（从应收账款变成现金，偿还应付账款），偿还贷款或对股东分红的过程。因此，我们需要特别关注的资产负债表科目通常会包括“存货”、“应收账款”、“应收票据”、“应收款项融资”、“合同资产”、“预付款项”、“应付账款”、“应付票据”、“合同负债”等。

波特五力模型认为行业中存在着决定竞争规模和程度的五种力量，即现有竞争者的威胁、供应商的议价能力、客户的议价能力、潜在竞争者的威胁、替代品的威胁等五个方面。这五种力量综合起来影响着产业的吸引力。从产业链流程来看，在进行经营分析时，我们应当着重分析供应商、发行人和客户三者的竞争利益格局以及合作关系，甚至发行人和同业竞争者的竞争格局。现实作业中，我们通常用“前五大供应商/客户集中度”、“结算周期”等描述发行人与供应商和客户的竞争利益格局。更低的供应商/客户集中度，对供应商更长的结算周期以及对更短的客户资金回收周期则意味着企业在供应链中竞争地位更为强悍，市场议价能力更强。财务分析层面，我们通常用“毛利率”、“现金收入比”、“销售净利率”等反映发行人与同业的竞争态势，用应收账款周转率、存货周转次数、总资产周转率、净营运周期等反映发行人对供应商和客户的议价能力，甚至同业竞争力。我们将在分析市场竞争力时具有相近效果的产供销经营流程表述和财务流程表述整理为如下表格，以表现两者之间的替代效果。

三、常用的经营效率分析指标评价方法

根据“波特五力模型”，在市场中竞争力强的企业应当具备对供应商和客户议价能力强，同业竞争力占优的特征。在进行经营效率分析时，我们可以采用“应

表 1：产供销经营流程和财务流程相似表述

项目	产供销经营流程	财务流程
发行人对供应商议价能力强	结算周期长	应付账款周转率低/预付款项少
	供应商集中度低	应付账款集中度低
发行人对客户议价能力强	结算周期短	应收账款周转率高/合同负债多
	收现质量高	现金收入比例高
	客户集中度低	应收账款集中度低
发行人内部经营效率高	产品盈利能力强	毛利率、销售净利率高
	生产周期短	存货周转率高/净营运周期短
	内部消耗少	期间费用控制能力强

资料来源：公开信息，远东资信整理

收账款周转率”和“应收款项周转率”来反映发行人对客户的议价能力。“应收账款周转率”和“应收款项周转率”，分别用于体现应收账款或应收账款及票据在一个营业周期内（一年）的周转次数。通常而言，发行人的应收账款及票据在一个营业周期内的周转次数越多，则意味着发行人从客户收回资金所需时间越短，与客户交易次数越多，因此对客户议价能力越强。同理，我们可以采用“应付账款周转率”来反映发行人对供应商的议价能力。在供应链上表现强势的发行人，通常对供应商的结算周期更长，在“应付账款周转率”指标表现上表现为周转次数偏低。

我们可以使用“存货周转率”对比法完成同业竞争分析。该指标可以用于反映发行人自身的制造效率，即生产周期情况。在这种计算方法之下，更高的存货周转率意味着发行人的生产周期更短，资金占用成本更低，相较于同业竞争者更加具备竞争力。

我们可以采用净营业周期来综合反映发行人对上下游的议价能力。在指标计算上，净营业周期 = 存货周转天数 + 应收账款周转天数 - 应付账款周转天数。由于净营业周期反映了发行人的存货、应收账款和应付账款周转效率，因此在综合反映企业营运效率上具备一定指示效果。

此外，现实作业中，我们还可以采用动态观察经营效率指标变化的方法来发现发行人对供应商和客户议价能力的变化以及自身经营效率的变化。例如，发行人的应收账款周转效率逐年提升，可能表明其对客户议价能力正在增强；存货周转效率增长可能表明其内部经营效率正在提升；应付账款周转率逐步下降，可能表明发行人对供应商资金占用能力增强，议价能力正在提升。

我们以潍柴动力股份有限公司（以下简称“潍柴动力”）为案例，利用经营效率指标对其市场竞争力进行分析。潍柴动力是国内大型发动机和重型卡车制造企业，市场议价能力强。从静态指标分析来看，2021年，潍柴动力应收账款周转次数为 12.11 次，周转天数控制在一个月以内。作为重资产的制造类企业，如此之高的应收账款周转效率，体现出了潍柴动力对下游客户的极强的议价能力。2021 年，潍柴动力的应付账款周转次数为 3.86 次，应付账款周转天数长达三个月。潍柴动力对上游供应商付款周期远长于对下游客户的收款周期，可以实现占用供应商资金经营的目的，保持了良好的议价能力。存货周转效率方面，潍柴动力由于产业链涉及发动机和整车制造双重环节，2021 年的存货周转次数为 4.82 次，内部经营效率良好。动态分析层面，2018~2021 年，潍柴动力应收账款周转效率保持稳定，对下游客户的强势地位没有发生重大变化；同期，该公司应付账款周转率小幅下降，对供应商的结算周期进一步拉长，市场议价能力有所提升；存货周转效率出现下降，内部经营效率出现下滑。横向对比层面，我们选用中国重汽集团济南卡车股份有限公司（以下简称“中国重汽”）作为参照标杆，与潍柴动力进行同业对比。2021 年，潍柴动力的应收账款周转率与中国重汽大致持平，表明两者在对客户的议价能力方面均保持了良好的竞争态势；同期，潍柴动力应付账款周转率明显低于中国重汽，表明潍柴动力在对供应商的态度上表现得更为强势，结算周期更长；存货周转效率方面，潍柴动力与中国重汽产品构成存在差异，潍柴动力涉及重型卡车三大总成制造和整车制造，产业链更长，存货周转率偏低，内部经营周期更长。

表 2：潍柴动力经营效率相关指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
存货周转天数（天）	60.34	62.71	66.08	74.62
存货周转率（次）	5.97	5.74	5.45	4.82
应收账款周转天数（天）	30.21	28.33	27.08	29.72
应收账款周转率（次）	11.92	12.71	13.30	12.11
应付账款周转率（次）	4.02	4.03	3.88	3.86
应付账款周转天数（天）	89.54	89.26	92.85	93.37

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 3：2021 年潍柴动力和中国重汽经营效率相关指标对比情况

项目	潍柴动力	中国重汽
存货周转率（次）	4.82	6.86
应收账款周转率（次）	12.11	11.86
应付账款周转率（次）	3.86	5.29
存货周转率（次）	4.82	6.86
应收账款周转率（次）	12.11	11.86
应付账款周转率（次）	3.86	5.29

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、盈利能力和收入质量指标评价方法

与经营效率指标相似，盈利能力和收入质量指标也能够反映发行人在市场中竞争态势。在衡量发行人对客户的议价能力方面，我们可以使用“现金收入比”和“毛利率”作为评判依据。通常而言，“现金收入比”和“毛利率”越高，意味着发行人在与客户的博弈之中，处于更为有利的地位，反之亦然。我们可以采用“期间费用率”来反映发行人控制内部消耗的能力。“期间费用率”越低的发行人控制内耗的能力越强，利润边际更大，此外，我们可以采用“营业利润”来大致反映发行人的综合竞争实力。下边我们将大致解释上述指标的使用方法、弊端，并提供相关的案例予以佐证。

“现金收入比”是衡量发行人经营获得现金能力的指标，可以体现其对客户的议价能力。在计算方法上， $\text{现金收入比} = \text{销售商品提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ 。发行人在收到销售商品提供劳务收到的现金时，除了收回营业收入相应金额外，还会收到相应的增值税销项税金。由于增值税不能计入收入，所以最理想的现金收入比应当为 $1 + \text{增值税率}$ （通常为 $103\% \sim 113\%$ ）。然而，部分企业增值税率极低或没有销项税，因此分析师下结论时需要谨慎考虑相关因素。例如，部分生猪养

殖业务免交增值税，因此该比率的最佳理想值是 100% 。此外，对于地产企业该指标的适用效果不佳。地产企业通常先采取先预售交房的做法，交房周期超过一年，因此当期的销售商品提供劳务收到的现金与营业收入并非源于同一楼盘的销售，造成相关指标没有参考意义。

“毛利率”可以体现发行人对客户的议价能力，也可以用于做同业对比。在计算方法上， $\text{毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ 。然而，由于“毛利率”并没有考虑到“税金及附加”相关因素影响，因此对于烟、酒和奢侈品行业发行人的适用性较差。目前，大部分评级机构在作业时对食品和饮料制造企业采用同一评级方法进行研究。然而，白酒、啤酒等行业发行人在销售环节承担较高的消费税，如果采用“毛利率”作为评价指标，则会造成评级序列混乱。例如，2020 年，老白干、青岛啤酒和伊利股份的毛利率分别为 64.74% 、 40.42% 和 36.21% ，剔除“税金及附加”因素影响后实际的毛利率分别为 48.78% 、 32.43% 和 35.65% 。剔除税金及附加因素后，伊利股份的毛利率实际超过了青岛啤酒，与老白干的差距也大幅缩小了。

“营业利润率”可以体现发行人的综合盈利能力，也可以用于做同业对比。在计算方法上， $\text{营业利润率} =$

表 4：2020 年老白干、青岛啤酒和伊利股份毛利率情况

项目	老白干	青岛啤酒	伊利股份
毛利率 (%)	64.74	40.42	36.21
剔除税金及附加影响后毛利率 (%)	48.78	32.43	35.65

注：剔除税金及附加影响后毛利率 = (营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

营业利润 / 营业收入 × 100%。通常，营业利润率越高的发行人，综合盈利能力越强。同时，我们也可以发现，营业利润中包含了“其他收益”、“投资收益”和“公允价值变动损益”等与主营业务相关程度较低的损益。如果我们以营业利润率为依据做同业对比，则容易造成判断失误。以北京京城机电控股有限责任公司（以下简称“京机电”）为例，2019~2021 年，京机电的“营

业利润”和“营业利润率”均为小额正数，处于微利阶段。然而，我们仔细观察不难发现，京机电此间的营业收入远不足以覆盖营业总成本（含税金及附加和期间费用），主营业务实际已经处于亏损状态；同时，“其他收益”、“投资收益”和“公允价值变动损益”三者之和分别占到了营业收入的 17.32%、11.34% 和 7.88%，抵减了主营业务亏损，造成营业利润率由负转正。

表 5：京机电营业利润构成情况

项目		2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	金额 (亿元)	91.94	99.29	106.76
	占比 (%)	100.00	100.00	100.00
营业总成本 (含税金及附加和期间费用)	金额 (亿元)	103.25	107.77	111.98
	占比 (%)	112.30	108.54	104.89
营业收入-营业总成本	金额 (亿元)	-11.31	-8.48	-5.22
	占比 (%)	-12.30	-8.54	-4.89
其他收益+投资收益+公允价值变动损益	金额 (亿元)	15.92	11.26	8.41
	占比 (%)	17.32	11.34	7.88
减值损失等	金额 (亿元)	-4.58	-2.40	-1.87
	占比 (%)	-4.98	-2.42	-1.75
营业利润	金额 (亿元)	0.03	0.40	1.32
	营业利润率 (%)	0.03	0.40	1.24

注：占比即占营业收入比例，例如营业总成本占比 = 营业总成本 / 营业总收入 × 100%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，“营业利润率”也不能规避资本化利息因素影响。资本化利息可能造成“营业利润”和“营业利润率”均高于资本化前的数值。例如，2020 年，岳阳林纸股份有限公司（以下简称“岳阳林纸”）的利润表显示当期营业利润为 5.07 亿元，推算出营业利润率

为 7.13%。然而，岳阳林纸当期在存货和在建工程中计入资本化利息合计 1.36 亿元。如果剔除相关因素影响，2020 年岳阳林纸营业利润和营业利润率应分别为 3.71 亿元和 5.22%，较此前均有较大幅度下降。

表 6：2020 年岳阳林纸营业利润和营业利润率情况

项目	数额
资本化利息支出	计入存货 (万元)
	10,964.33
	计入在建工程 (万元)
营业利润	2,647.85
	合计 (万元)
	13,612.18
营业利润率	原值 (万元)
	50,746.98
	剔除资本利息化影响 (万元)
营业利润率	37,134.80
	原值 (%)
	7.13
营业利润率	剔除资本利息化影响 (%)
	5.22

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

五、结束语

综上所述，“产供销”的思维方式是开展制造类企业经营分析的重要方法。由于发行人的经营流程和财务流程是相辅相成的，在整个经营分析作业环节中，分析师在使用发行人提供的经营数据对其竞争力进行论证之后，还应当采用预支相关的财务管理指标加以佐证。此外，由于财务报表受发行人意志和主营业务多样性等主客观因素干扰，分析师在引用相关财务管理指标时，应当剔除相关因素影响，采取谨慎论证的态度。

参考文献：

- 1.《核心经营性营运资本在信用评级中的应用探索》，东方财富网，2021年11月9日。
- 2.《三因素分析法在工商企业经营分析中的应用探索》，东方财富网，2021年9月26日。
- 3.《上市公司执行企业会计准则案例解析（2020）》，中国财政经济出版社，2020年。



广西柳州市区域经济与产业发展状况浅析

工商企业评级部 / 刘广华

【摘要】

本文通过对柳州市近年经济、产业发展情况的梳理，简要分析了柳州市作为广西第二大城市和区域性中心城市、西南工业发展重镇，近年区域经济衰退的原因，以及所面临产业转型升级的压力。

一、柳州市概况

柳州市系广西壮族自治区下属地级市，位于广西中北部，总面积 1.86 万平方公里，现辖 5 区（城中区、柳北区、鱼峰区、柳南区、柳江区）、5 县（柳城县、鹿寨县、融安县、融水县、三江县），并设有柳州高新技术产业开发区（国家级）、柳东新区（柳州汽车城，统辖柳州高新区）、北部生态新区（阳和工业新区）等经济功能区。2022 年末全市常住人口 419.12 万人，比上年末增加 1.59 万人，近年人口持续净流入，城镇化率为 70.58%。柳州市具有一定的交通区位优势，公路、铁路、航空及航运交通较全面，是广西重要的综合交通枢纽。

约占广西的 1/4。经过多年发展，柳州市已形成了汽车、钢铁、机械是柳州三大产业为支柱，制药、化工、造纸、制糖、建材等产业协同发展的现代工业体系，拥有上汽通用五菱、柳钢集团、东风柳汽、柳工集团、五菱有限公司等为代表的重工业企业。

柳州市近几年 GDP 基本维持在 3,000 亿左右，2022 年 GDP 实现 3,109.09 亿元，位列广西自治区第二。GDP 增速自 2018 年出现大幅下滑，2019 年由 2018 年的 6.37% 增速降至 2.38%，此后增速均未超过 2%，并于 2022 年转为负增长，增速为 -1.00%，GDP 增速在省内排名最末。这与柳州近些年产业转型力度不高有关。

作为广西第二大城市，柳州算是区域性中心城市和工业重镇，工业基础虽好但这几年并未通过转型实现跨越式发展。2019 年以来柳州工业增加值的增速由正转负，2022 年更是受钢铁行业下行，汽车行业转型不畅的影响，GDP 增速不高。

二、柳州市经济发展情况

柳州市经济总量仅次于广西省省会城市南宁市，是广西第二大城市和区域性中心城市。柳州市作为广西最大的工业城市，工业比例在广西居首位，工业经济总量

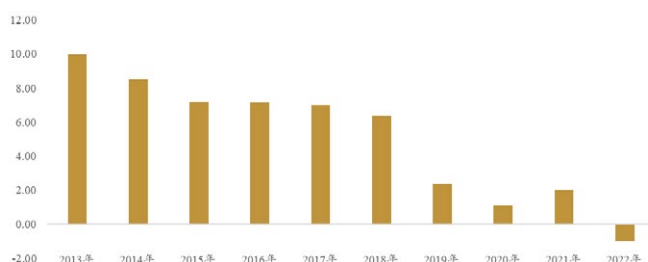


图 1：柳州市近年 GDP 增速 (%)

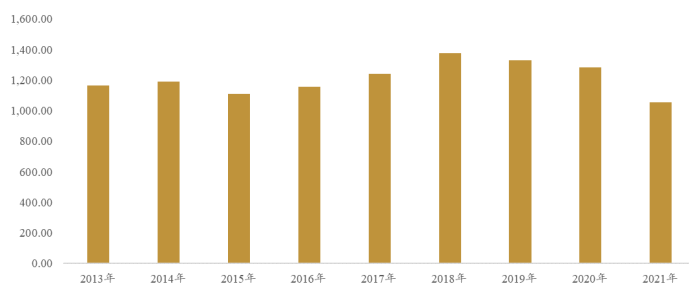


图 2：柳州市近年工业增加值变动情况（亿元）

三、柳州市产业发展特点

2018 年以来受下游需求扰动以及上游原材料成本挤压影响，柳州市工业增加值和规模以上工业总产值增速连续四年保持负增长。2022 年全市规模以上工业总产值同比下降 3.6%。其中，规模以上汽车、冶金、机械三大支柱行业工业总产值比上年下降 10.0%。其中，汽车工业总产值下降 0.3%，冶金工业总产值下降 21.1%，机械工业总产值下降 21.7%。工业效益指标方面，全年规模以上工业企业实现营业收入 3,974.1 亿元，同比下降 7.5%；利润总额 207.9 亿元，下降 35.8%。

汽车产业的发展乏力是柳州市经济衰退的主要原因。2017 年，柳州市规模以上汽车、冶金、机械三大支柱行业工业总产值 3,853.69 亿元，同比增长 8%，对规模以上工业总产值增长的贡献率为 81.17%，拉动规模以上工业总产值增长 6.11 个百分点。其中，汽车工业总产值 2,543.83 亿元，增长 5.75%，对规模以上工业总产值增长的贡献率为 39.32%，拉动规模以上

工业总产值增长 2.96 百分点，可见汽车产业对柳州经济的支柱作用；冶金工业总产值 901.38 亿元，增长 9.11%；机械工业总产值 408.48 亿元，增长 21.4%。然而，2018 年后，由于汽车行业低迷、结构转型较慢、原材料价格上涨等因素的影响，柳州汽车产业衰退明显。2018-2020 年，柳州市汽车总产值分别下滑 7.90%、8.30%、11.90%，汽车产量分别下滑 12.8%、14.8%、4.7%。2021 年-2022 年，柳州市新能源车发展初见成效，汽车总产值与汽车产量的大幅下滑均有所减缓。

钢铁行业下行亦对柳州市经济衰退有所影响，冶金工业为柳州市第二大支柱产业，总产值增速于 2021 年下滑，并于 2022 年负增长。主要产品生铁、粗钢产量均于 2020 年即转为负增长，2021 及 2022 年增幅均进一步下降；钢材产量 2020 年增幅大幅下降，并于 2021 年转为负增长，并于 2022 年进一步下降，钢铁行业下行压力较大。

表 1：柳州市汽车、冶金、机械三大支柱产业规上工业总产值近年增速（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
汽车工业总产值	-7.90	-8.30	-11.90	-0.80	-0.30
冶金工业总产值	12.60	14.90	20.70	17.60	-21.10
机械工业总产值	19.00	-8.20	-4.40	6.30	-21.70

数据来源：政府网站，远东资信整理

柳州汽车工业的基本面由上汽通用五菱、东风柳州、一汽柳特和重汽柳州运力四大整车厂，以及数百家汽车零部件厂商构成。但柳州汽车产业的产品附加值低，长期走中低端路线是其面临转型不畅的原因。从宝骏 730

再到五菱宏光 MINIEV，五菱虽常出“神车”，但始终处于低端车市场。自 2020 年发展新能源汽车以来，柳州市新能源车产业发展迅速，2022 年柳州市新能源车产量达到 66.84 万辆，但是转型新能源后，也依然面临

表 2：柳州市近年冶金、汽车主要产品产量及增速变化情况

产品名称	单位	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
		产量	同比增长(%)	产量	同比增长(%)	产量	同比增长(%)	产量	同比增长(%)	产量	同比增长(%)
生铁	万吨	1,224.36	6.50	1,281.50	5.50	1,280.00	-0.10	1,165.00	-9.00	947.84	-18.60
粗钢	万吨	1,326.82	7.90	1,439.80	10.10	1,422.90	-1.20	1,241.80	-12.70	1,108.60	-10.70
钢材	万吨	1,306.97	5.20	1,553.90	19.50	2,259.50	13.20	1,906.80	-15.60	1,503.81	-21.40
汽车	万辆	214.35	-12.80	182.60	-14.80	174.00	-4.70	189.30	8.80	176.14	-7.00
其中:多功能乘用车 (MPV)	万辆	73.45	-18.70	63.30	-13.90	40.00	-36.70	43.00	7.40	30.75	-28.50
运动型多用途乘用车 (SUV)	万辆	55.47	-14.60	33.20	-40.10	24.40	-26.60	26.60	9.00	29.43	10.60
新能源汽车	万辆	-	-	-	-	18.70	198.20	48.10	157.20	66.84	38.90

数据来源：政府网站，远东资信整理

低端市场同质化竞争严重的困境。2022 年柳州市汽车总产量 176.14 万辆，占全国汽车产量的 6.52%，然而其总产值仅占全国的 1.86%，其中相差近 5 个百分点，可见柳州单量汽车产值低于全国平均水平，盈利空间较小。

四、结语

尽管柳州市工业经济仍具有一定竞争力，但传统产业中部分产能面临落后淘汰的压力，其他如化工产业、

建材产业、医药产业以及柳州品牌螺蛳粉产业整体体量均较小，高端装备、新一代信息技术等高新技术产业和新兴产业发展相对缓慢，难以对柳州经济有实质性的推动作用。工业转型升级已成为柳州产业持续发展下的必然，但短期内产业导入难有规模化成效，以及 2022 年以来限电、缺芯、原材料涨价等不利因素，仍对工业经济尤其是汽车产业造成负面效应。



PART .7

BOND MARKET RESEARCH

**债市
研究**

首批混合型科创票据：从政策到实践

远东资信研究与发展部 / 田野

【摘要】

2023年7月20日，银行间市场交易商协会发布公告称国内首批混合型科创票据即将发行。混合型科创票据是银行间市场交易商协会在科创票据基础上的进一步创新，具有股债混合性；其债券条款可自主设计。

科技型企业往往面临间接融资资信不够、直接融资供给不足的困境。混合型科创票据则可将募集资金通过股权投资或基金出资等方式投资于科技型企业，解决了不同发展阶段的科技型企业对长期、稳定、股债混合性资金的需求。

截至目前，银行间市场仅有7只混合型科创票据发行。7只混合型科创票据充分利用了利率调整、收益联结、赎回权、回售权、转股权、抵质押权等特殊条款。募集资金用途一般为置换发行人前期对科技创新领域企业股权的出资和偿还发行人自身的有息债务。首批混合型科创票据初始发行利率水平接近相应级别的城投债。除1只产品外，其他混合型科创票据均为公募发行。

混合型科创票据填补了国内科创金融服务产品光谱的缺口。但由于首批混合型科创票据均由具有平台性质的地方国企发行，且募集资金中接近半数被用于偿还发行人有息负债，所以该批产品支持科技创新的属性略显疲弱。本文认为：未来银行间市场交易商协会应当大力支持科创企业自行发行主体类科创票据，直接地将科创票据与科技创新领域项目对接起来。同时与混合型科创票据资产相关的会计、风控政策也应当予以合理考虑，以支持该类产品的后续发展。

据中国银行间市场交易商协会7月20日的消息，国内首批混合型科创票据已披露发行文件，并拟于8月初正式发行。根据银行间市场交易商协会的公告，混合型科创票据是银行间市场交易商协会在科创票据基础上的进一步创新。通过对债券条款约束的进一步放松，银行间市场可提供更加灵活的债务融资工具，加大对科技型企业的融资支持力度，引导市场资金精准流向科技创新领域，更好服务国家战略。

一、定义、主要特点及类似产品对比

（一）定义和定位

银行间市场交易商协会并未给出混合型科创票据的明确定义。根据银行间市场交易商协会发布的相关公开信息，混合型科创票据应当指代通过期限调整、浮动利率等结构化设计，满足科技创新企业资金需求，以各种方式投资或支持科技创新企业发展的创新型银行间债务融资工具。

银行间市场交易商协会将混合型科创票据定位于“银行间市场混合型融资工具”。银行间市场交易商协会认为混合型科创票据兼具债性和股性，属于股债结合产品，位于从债到股光谱较中间的位置。从金融产品的角度看，银行间市场交易商协会仍将其分类为债务融资工具。目前已推出的混合型科创票据的细项分类应当属于专项产品中的科创票据（用途类）。混合型科创票据的文号处理方式比照其他专项产品，不设单独文号，统一在产品名称中添加“（混合型科创票据）”专项标识。

（二）主要特点

1. 产品结构和条款设置

混合型科创票据较为引人注意的一点就是其全新的产品设计和发行模式。在新产品模式下，交易商协会仅提供发行结构条款的基础框架；各市场成员可在整体框架内自主灵活设计具体条款和发行方式。为匹配发行人和科技创新企业的具体融资需求，主承销商和发行人在期限结构、利率结构、选择权、权益转让等方面设计了诸多令人眼花缭乱的特殊条款。总体而言，银行间市场交易商协会试图通过创新条款结构设计、拉长债券期限、将票面收益与科技型企业未来收益挂钩等方式，初步满足初创型科技企业在生命周期早期阶段对融资的需求。银行间市场交易商协会也对科技型企业信息披露的要求作出了相应优化。

2. 发行方式和交易模式

为与混合型科创票据高度灵活的条款设置和复杂的产品结构相适应，银行间市场交易商协会也放宽了对混合型科创票据发行和销售的要求。银行间市场交易商协会对混合型科创票据发行与交易的整体思路是充分

发挥市场的资源配置功能，在注重条款合规性的基础上，充分尊重市场自主选择。银行间市场交易商协会鼓励各成员积极关注不同类别、不同发展阶段科技创新企业的风险收益特征和具体融资需求，积极引导各成员以股权投资思维与科技型企业共成长，丰富投资者的收益来源。

（三）推出混合型科创票据的背景与缘由分析

根据银行间市场交易商协会正式发布的消息内容，推出混合型科创票据的主要目的是贯彻落实国常会关于《加大力度支持科技型企业融资行动方案》的重点工作要求，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。科技型企业融资以间接融资为主，直接融资供给不足，其中股债结合等混合类产品不足问题尤为突出。混合型科创票据发债主体可将募集资金通过股权投资或基金出资等方式，以股权形式投资于科技型企业，满足不同类别、不同生命周期阶段的科技型企业股权融资需求，解决股性资金不足困境。

银行间市场交易商协会相关人士表示将一如既往地通过金融手段助力科技创新、支持产业升级。未来银行间市场交易商协会将进一步填补债股产品光谱，为加快实施高水平科技自立自强贡献力量。

二、已发行产品概览与案例分析

（一）已发行产品总体概况

截至 2023 年 8 月中旬，银行间市场仅有一批共 7 只混合型科创票据发行。上述混合型科创票据关键要素如下表所示。

表 1：第一批混合型科创票据概况

产品名称	期限（年）	规模（亿元）	票面利率	发行人	主体评级
23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）	3+2	3	2.99%+【0-20BP】	陕西投资集团有限公司	AAA
23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）	3+2	1.3	2.90%	上海临港经济发展（集团）有限公司	AAA
23 南京交建 MTN001（混合型科创票据）	5	5	3.25%+【0-30BP】	南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司	AAA
23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）	2+1	9	4.50%+调整利率	湖北省路桥集团有限公司	AA
23 川发展 MTN002（混合型科创票据）	3	0.62	2.92%+【0-20BP】	四川发展（控股）有限责任公司	AAA
23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）	3	6	3.00%+【0-30BP】	宜宾发展控股集团有限公司	AAA
23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）	2+1	5	3.09%+【0-40BP】	合肥兴泰金融控股（集团）有限公司	AAA

数据来源：Wind，远东资信整理

(二) 特殊条款

由于银行间市场交易商协会仅提供产品设计结构条款的基础框架，所以发行人和中介机构拥有充分的对

债券条款的自主设计空间。从第一批 7 只混合型科创票据的发行流通要素来看，各产品的特殊条款都有其特色。第一批混合型科创票据的主要特殊条款如下表所示。

表 2：第一批混合型科创票据主要特殊条款概览

产品简称	票面利率	主要特殊条款
23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）	2.99%+【0-20BP】	1. 前 2 年为固定利率，后 3 年为固定利率+浮动利率；浮动利率定价参照项目公司估值增长率靠档确定 2. 第 3 个付息日发行人有赎回选择权；投资人有回售选择权
23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）	2.90%	1. 附有转股选择权，可在第 4 个付息日和第 5 个付息日将本中期票据转换为标的基金特定数量的份额 2. 第 3 个付息日发行人有赎回选择权；投资人有回售选择权
23 南京交建 MTN001（混合型科创票据）	3.25%+【0-30BP】	1. 第 5 计息年度的票面利率参考发行人对本期募集资金所置换的创投基金现金分配收益率靠档确定
23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）	4.50%+调整利率	1. 第 2 年底发行人有权调整票面利率；投资者有权回售债券 2. 发行人以 135 项专利权为本期债务融资工具提供担保
23 川发展 MTN002（混合型科创票据）	2.92%+【0-20BP】	1. 第 3 年为固定利率+浮动利率，浮动利率挂钩投资标的公司估值增长率靠档确定
23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）	3.00%+【0-30BP】	1. 第 3 年票面利率取决于第 2 个计息年度付息日前 20 个工作日发行人本次投资是否达到收益目标并退出，浮动利率定价参照投资收益目标靠档确定
23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）	3.09%+【0-40BP】	1. 第 3 年为浮动利率，浮动利率挂钩两只标的基金，根据标的基金平均收益率确定票面利率调整幅度

数据来源：募集说明书等发行材料，远东资信整理

从第一批混合型科创票据产品的情况来看，特殊条款设置大致如下表所示。

表 3：第一批混合型科创票据主要特殊条款总结

产品简称	利率调整	赎回选择权	回售选择权	转股选择权	收益目标联结	抵质押
23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）	√	√	√		√	
23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）		√	√	√		
23 南京交建 MTN001（混合型科创票据）	√				√	
23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）	√		√			√
23 川发展 MTN002（混合型科创票据）	√				√	
23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）	√				√	
23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）	√				√	

数据来源：募集说明书等发行材料，远东资信整理

1. 利率调整

利率调整是首批混合型科创票据积极采用的结构条款，但各产品的利率调整方式仍有微妙差别。首批 7 只混合型科创票据中有 6 只采用了利率调整条款，其中 5 只将未来的票面利率与相关收益目标挂钩。由于该类型产品的科创性质，挂钩标的一般为对应的产业投资基金或者科创公司。利率调整往往也与回售选择权搭配出现在产品设计结构中，以保障固定收益投资者的合理利益。总体来看，首批产品触发利率调整的机制和情形非常灵活。整体框架虽然相似但各混合型科创票据产品仍具有鲜明的个性化特征。

2. 赎回、回售选择权

赎回、回售选择权也是在首批混合型科创票据中出现频率较高的结构条款。赎回选择权和回售选择权条款一般不会单独出现，而是与其他特殊条款搭配使用；其行权的时间也往往被设置在其他重大事件发生节点前后，比如票面利率调整公告日。如果投资者对发行人的后续安排不满意，可以将债券回售给发行人。而发行人也可以通过赎回选择权控制未来融资总成本。

3. 转股选择权

首批混合型科创票据中转股选择权条款仅出现在“23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）”1 只产品中。该混合型科创票据的转换标的并非股票，而是作为发行人旗下一个特殊独立的产业投资基金。转股数额以基金

财产份额的数目代替，由投资者行使转股选择权的票面金额和转股价格确定。债券投资人在转股窗口期可将所持有的债券转换为标的基金的份额，从而转变为基金份额持有人，以此间接持有标的科技型公司的股权。转股选择权有利于吸引希望能参与科技型公司后续成长红利分享的投资者。

4. 抵质押

首批混合型科创票据中仅有“23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）”采用了抵质押特殊条款。该混合型科创票据的发行人湖北省路桥集团有限公司也

是本批产品的发行人中唯一主体评级为 AA 的企业。由于发行人主体资质较弱，因此该产品以发行人所持有的 135 项专利权为债券提供质押担保。科创企业往往缺乏可用于抵质押的传统实体资产，探索以知识产权作为质押品发债融资，可以降低初创期科创企业发债融资的难度。另外，该混合型科创票据也设置了第 3 年的利率调整选择权，但并未明确披露利率调整确认机制。

（三）发行情况

首批混合型科创票据发行情况大致如下表所示。

表 4：第一批混合型科创票据发行情况概览

产品名称	发行规模（亿元）	发行利率	全场倍数	边际倍数
23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）	10	2.99%	0.23	0.23
23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）	3	2.90%	3.97	1.37
23 南京交建 MTN001（混合型科创票据）	1.5	3.25%	1.47	1.00
23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）	1.6	4.50%	1.36	1.23
23 川发展 MTN002（混合型科创票据）	1.5	2.92%	1.60	1.00
23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）	2.4	3.00%	2.96	1.17
23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）	2	3.09%	2.65	1.33

数据来源：Wind，远东资信整理

可以看出，首批混合型科创票据的发行情况差异颇大。大多数混合型科创票据均由合规机构认购；仅有“23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）”的全场认购倍数小于 1。这种情况与该混合型科创票据发行规模较大有关。总体而言，该类产品获得市场认可程度比较一般。

首批混合型科创票据中仅有“23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）”是私募发行；其他 6 只产品均为公募发行。首批混合型科创票据多采取余额包销的发行方式。

（四）资金用途

首批混合型科创票据资金用途如下表所示。

表 5：第一批混合型科创票据资金用途

产品名称	主要特殊条款
23 陕投集团 MTN005（混合型科创票据）	6 亿元用于置换发行人一年内对创业投资基金和子公司股权的出资；其余 4 亿元用于偿还发行人有息债务
23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）	1.6 亿元用于置换科技创新领域股权投资；1.4 亿元用于发行人归还金融机构借款
23 南京交建 MTN001（混合型科创票据）	7620 万元用于置换科技创新领域股权投资及基金出资，剩余资金用于偿还发行人有息债务
23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）	偿还发行人及子公司有息债务
23 川发展 MTN002（混合型科创票据）	0.89 亿元用于置换科技创新领域自有资金并购款，剩余资金用于偿还发行人有息债务
23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）	1.2 亿元用于置换科技创新领域自有资金投入，剩余资金用于偿还发行人有息债务
23 兴泰金融 PPN001（混合型科创票据）	用于创业投资基金出资

数据来源：募集说明书等发行材料，远东资信整理

首批混合型科创票据均符合银行间市场交易商协会对于专项产品中科创票据（用途类）的资金用途条件。

多数混合型科创票据符合科创票据（用途类）所规定资金用途范围中的第一种和第三种，即直接用于科创领域

项目建设或偿还对应存量债务和通过股权投资，和基金出资用于科技创新领域。从目前的情况看，多数募集资金用于置换前期科技创新领域基金投资并偿还公司有息债务。本批混合型科创票据对科技创新领域的支持相对有限。发行人普遍以较高的募集资金比例偿还自身有息债务。

三、总结与建议

混合型科创票据是银行间市场协会为贯彻落实党的二十大关于加快实现高水平科技自立自强的战略部署，是贯彻落实国常会关于《加大力度支持科技型企业融资行动方案》的重点工作要求，促进我国产业升级、技术进步的一次创新尝试。混合型科创票据大幅放松了对债券条款设计的限制。浮动利率、收益权转让等创新结构设计，一方面让债券投资人可以参与科技型企业发展，另一方面也填补了科创金融服务的产品光谱缺口，满足了不同类别、不同生命周期阶段科技型企业对混合性资金的需求。

此类股债混合型金融产品，对传统固定收益类投资者是一个全新的挑战。大量灵活新颖的特殊条款使得混合型科创票据的未来现金流更加复杂。在传统固定收益研究的基础上，此类股债混合型金融产品的投资者也应适当将投研资源向公司研究、衍生品估值、会计政策、法律架构等相关重要因素倾斜。监管部门也应当充分考虑到部分混合型科创票据创新条款中的“对赌”性质，对可能出现的风险作出妥善处理。

本文对混合型科创票据的发展有以下几点建议：

1. 从用途型向主体型转变，支持科创更直接透明。首批混合型科创票据在银行间市场交易商协会的产品分类中均属于科创票据（用途型）；其发行人多为通过股权投资支持科创企业的平台型地方国企。城投性质浓厚的发行人导致投资人多以分析城投债的方式对此批产品定价。而且近一半的募集资金用来还本付息进一步模糊了该类产品“支持科技创新”的初衷。本文建议未来的混合型科创票据应该由科创企业直接发行或指向具体科创项目，尽量避免以科创名义发行城投债的嫌疑。

2. 信息披露应当更多倾向标的公司。经过对首批混合型科创票据相关发行材料的分析，本文认为对此类兼具股债混合性产品的信息披露有待加强。如前文所述，混合型科创票据的收益率往往与标的公司或基金挂钩。但在产品发行材料中，信息披露内容仍围绕着发行人展开。公开材料对挂钩标的的信息披露非常不完善，让投资者无从了解相关公司或基金的运营情况。本文认为既然混合型科创票据的收益与对应挂钩标的的经营状况高度相关，那么标的公司或基金的运营管理、财务数据、未来战略等信息也应当尽量详细披露。

3. 完善配套会计、监管规则。混合型科创票据兼具股性和债性。各种附有选择权的条款也带来了较为复杂的衍生品风险。会计准则中对金融资产的分类和计价方式并不一定能完全反映投资者的真实意图和混合型科创票据的具体价值。如何合理确定此类产品的价值并有效衡量其金融资产风险将是监管层和各金融机构需共同面对的新挑战。

消费类 REITs 发行与投资分析要点浅析

远东资信研究与发展部 / 田野

【摘要】

2023 年 3 月初，中国证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》里明确提到：各机构应加快拓宽试点资产类型，贯彻落实中央经济工作会议关于着力扩大国内需求，优化政策措施，充分发挥消费的基础作用，把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。

消费基础设施也有其特殊的风险点。评估分析消费基础设施时，土地权属、用途限制、历史沿革、合规经营、涉房融资等方面往往需要格外注意。另外，消费基础设施的估值对于一些重要财务假设高度敏感。对消费基础设施估值应当秉持高度谨慎的态度。

消费基础设施领域具备发行潜力的资产规模很大。发行消费类公募 REITs 有利于建设培育更高质高效的消费基础设施，改善消费环境，优化消费场景，对扩大内需、提振消费起到积极作用，有利于稳定宏观经济增长。国家发改委还在研究其他支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。预计未来餐饮、酒店、旅游景区等也有可能被纳入发行基础设施 REITs 的范围。

2023 年 3 月初，中国证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》里明确提到：各机构应加快拓宽试点资产类型，贯彻落实中央经济工作会议关于着力扩大国内需求，优化政策措施，充分发挥消费的基础作用，把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。国家发展改革委同步发布了《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投

资〔2023〕236 号，以下简称“236 号文”），明确了时间申报等要求。这是继 2020 年 4 月发改委和证监会联合发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》后，进一步拓宽 REITs 试点范围的重要举措，也是我国首次明确支持商业地产类消费基础设施项目发行 REITs，将助力消费升级和商业地产发展新模式的探索。

一、政策与宏观背景

（一）消费基础设施政策背景

近年来国务院、发改委等部门高度重视新型消费

的扩容提质。消费基础设施作为消费生态系统重要的组成部分，也迎来了多次政策支持。2020年初发布的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》（发改就业〔2020〕293号）中就用部分内容明确表达了对“智能+”新型消费生态体系建设的支持。新消费基础设施体系建设以“互联网+”为主要依托，以线上线下融合为主要模式，以“社会服务”为主要融合对象，不断推进消费新业态、新模式、新场景的普及应用。2023年7月国家发展改革委员会继续发布《关于恢复和扩大消费的措施》，用较大篇幅对完善消费基础设施建设提出更多支持政策。具体举措包括深化国际消费中心城市、科学布局、培育发展一批区域消费中心和地方特色消费中心，加强社区便民服务，建设改造一批乡镇商贸中心、集贸市场、农村新型便民商店，补齐农产品仓储保鲜冷链物流设施短板，推动城乡冷链网络双向融合，推进数字消费基础设施建设，推动新一代信息技术与更多消费领域融合应用等等。

（二）消费基础设施 REITs 政策背景

《通知》是支持消费基础设施发行消费基础设施 REITs 的主要依据。《通知》明确提出要研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。

根据发改 236 号文规定，目前基础设施 REITs 对消费基础设施的支持主要优先集中于以下四类资产类型：百货商场、购物中心、农贸市场以及社区商业。结合此前国务院办公厅发布的《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（国办发〔2020〕32号）以及国家发改委召开的“开门会”说明，消费基础设施底层资产范围具体包括百货商场、购物中心、便利店、农贸市场等城乡商业网点、便民生活服务圈、城市社区

邻里中心和农村社区综合性服务网点等社区便民基础设施、步行街、大型超市以及主题公园等。其中，主题公园可作为旅游项目纳入基础设施项目范围。为持续调控房地产市场，降低房地产行业杠杆率，此次基础设施项目扩容仍然排除酒店、写字楼、公寓、住宅、养老地产等房地产项目。

二、消费基础设施 REITs 发行与投资关注点浅析

根据本文对消费基础设施 REITs 政策和产品的分析，发行人和投资人在保租房 REITs 的筹办、发行或投资过程中至少应注意以下要点。

（一）消费基础设施权属应当明确

《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报要求》第二条规定：“项目应成熟稳定，满足以下条件：基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人（原始权益人）依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。项目公司依法持有拟发行基础设施 REITs 的底层资产。”

选取底层资产时也要尽量选取商业物业产权清晰并已取得相关不动产登记证书的资产，如少部分商业物业未取得不动产登记证书，则在项目申报时需取得相关政府部门出具的权属证明文件，证明权属清晰。在消费基础设施场景中，大部分商业物业的土地使用权均通过市场化手段获取，因此较少存在转让限制，但需注意的是，如出让合同对于项目公司名下的土地使用权、项目公司股权、经营收益权、建筑物及构筑物转让或相关资产处置存在任何限定条件、特殊规定约定的，应取得相关有权部门或协议签署机构出具的无异议函。同时，消费基础设施场景中可能出现相关物业权益已部分抵质押或已被转让至其他 SPV 等特殊情形。总体而言，证明文件齐全、无转让限制、无复杂持有结构的自持物业相关权益适合成为消费基础设施的基础资产。

（二）原始权益人资质限制更多

《通知》和 236 号文对可以发行公募 REITs 的项目也提出了一些限制，消费基础设施的项目用地性质应

符合土地管理相关规定。项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。

在严厉限制流向商品住宅的可能后，一众商业物业的原始权益人将面临原始权益人身份受限的问题。不同于其他类型的基础资产，商业物业往往与房地产开发项目不独立，共同归属于相关房地产开发企业下属的项目公司进行统一管理，无法与相关房地产开发业务有效隔离。

面对这种情况，原始权益人往往选择资产重组并将相关基础资产转移至旗下运营管理方。以华润置地为例，华润置地计划中准备发行的消费公募 REITs 底层资产为公司持有的青岛某购物中心，商业运营及物业管理方为华润万象生活。目前华润已经完成专项公司的设立，为设立 ABS 及最终发行公募 REITs 打下了基础。当然，也有一些消费基础设施与房地产开发结合非常紧密，比如万达旗下的各商业综合体。按照公募 REITs 发行要求，原始权益人需要完全剥离购物中心资产至不涉及房地产开发业务的独立法人主体，再由新的主体公司设立 ABS 资产支持计划，最终由公募 REITs 募集资金收购 ABS。

对消费公募 REITs 诸多的发行条件意味着，底层资产既要匹配稳定现金流回报、可预期租金增长模型的资产质量要求，又要符合持有主体的“纯洁性”。资产重组是多元化经营的原始权益人发行公募 REITs 绕不开的挑战。

（三）运营合规应细致判断

对于消费基础设施而言，日常经营中的潜在合规风险点也相当繁杂而细致。消费基础设施的商业市场竞争激烈，对于运营的效率和利润率有更高的要求；相应地，对于不动产的可租赁空间利用也会更加充分，这不可避免的可能在运营上带来一些潜在的合规问题。为了扩大可租赁面积，消费基础设施可能存在一定程度的改

扩建。对于改扩建行为，需要作为重点事项关注其建设手续的办理情况。消费基础设施还需考虑是否存在超面积经营的问题。相对应的关注要点主要在于违反消防法规、变更使用用途、应对诉讼等带来的行政处罚的风险。

另外，不同细分类型的消费基础设施所固有的潜在风险点也有较大差异。目前政策支持的消费基础设施底层资产范围具体包括百货商场、购物中心、便利店、农贸市场等城乡商业网点、便民生活服务圈、城市社区邻里中心和农村社区综合性服务网点等社区便民基础设施、步行街、大型超市以及主题公园等。以农贸市场为例，其通常情况下应通过出让方式取得，土地性质一级分类属于“05 商服用地”，二级分类属于“0502 批发市场用地”。但是，也有部分地方政府规章规定农贸市场属于具有公益性质的公共服务配套设施 / 公共设施，可以将其作为“城市基础设施用地和公益事业用地”，采用划拨方式供地。而这一现象在购物中心中就较为少见。总之，对消费基础设施的分析应当更加细致，尽可能考虑到各种不同情景下的潜在风险点。

（四）未来收益应当谨慎测算

根据相关监管机构最新的收益率要求：申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。在此之前，没有区分不同的项目类型，而是统一要求未来 3 年净现金流分派率原则上不低于 4%。消费基础设施受资产性质、地段、使用期限、未来预期城市规划等因素影响非常大。消费基础设施的价值估计对很多重要的财务假设都高度敏感。在估算消费基础设施时，应当结合具体情况，对资产估值基准值、增长率和折现率等参数的选取高度谨慎。

（五）未来可能的扩容方向

在百货市场、购物中心、农贸市场等消费类基础设施被纳入基础设施 REITs 发行范围后。市场对未来可能的基础设施 REITs 发行范围的扩张充满了期待。从目前来看，市场主流的猜测方向是公募 REITs 政策可能对

餐饮、酒店逐渐放开。目前上述几类商业基础资产设施与现行公募 REITs 政策仍有不少冲突，但一旦被纳入基础设施 REITs 发行范围，将大大利好前期投资于商业地产领域的民营资本。本文认为：餐饮、酒店资产与商业地产和房地产捆绑过深，短期内被纳入基础设施 REITs 范围的可能性并不大。但即便如此，消费基础设施领

域具备发行潜力的资产规模依然很大。据统计，截至 2021 年底国内仅购物中心数量近 5400 家，经营面积达 4.75 亿平方米，整体价值将以数万亿计。消费基础设施 REITs 将成为我国 REITs 市场又一重要组成部分，有助于 REITs 市场健康发展。



PART .8

CREDIT RESEARCH

**信用
研究**



民企新增债券违约率小幅增加，新增一家民营房企首次违约 ——2023 年第三季度信用债违约分析

远东资信研究与发展部 / 张妍, CFA

【摘要】

2023 年第三季度共有 11 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 58.95 亿元，涉及的违约主体共有 4 家，其中仅 1 家为首次违约主体。三季度新增违约债券只数和相关债券余额较上一季度均小幅增加。第三季度违约主体仍集中在房地产行业。

第三季度新增主体违约率为 0.02%，较上季度保持不变。其中，民企新增主体违约率 0.54%，与上个季度基本持平；国有企业本季度没有新增主体违约。从新增债券违约率看，民营企业新增债券违约率为 1.02%，较上个季度上升 0.41 个百分点。

2023 年第三季度首次违约主体为佳源创盛控股集团有限公司，属于房地产行业，是一家民营企业。

通过总结其违约原因，可以得到如下启示：

第一，关注外部环境下行压力下企业主营业务表现。在全球经济下行的背景下，近年我国房地产行业景气度下行明显，不少房地产企业出现债券违约的情况。因此，对于处于景气度下行的行业，需要关注行业内企业经营情况及盈利能力。企业的盈利能力反映了企业的经营状况，企业盈利能力如果长期、持续下降，说明企业的自身“造血”能力不足，企业现金流将面临压力。

第二，关注企业债务结构风险。从历年的主体违约分析中可发现，违约主体不合理的债务结构是几乎所有违约主体都存在的一个问题。以房地产行业为例，如果房地产企业短期债务占全部有息债务比重较大，那么企业将会面临较大的短期偿付压力，很容易发生违约事件。

第三，关注融资恶化风险。融资渠道的可获性与畅通性是衡量一个企业再融资能力的重要因素之一。企业的再融资能力容易受到企业负面舆情的影响，比如一家企业如果前期存在较多合同纠纷、银行垫款未偿还的情况，说明企业的信用情况欠佳，未来银行借款或公开市场融资的能力可能会受到影响。企业融资不足也会影响公司生产经营，可能最终导致企业盈利能力下降。

本文中的违约是指未按时兑付本金和 / 或利息、未按时兑付回售款或未按时兑付回售款和利息、提前到期

未兑付、触发交叉违约、担保违约，但不包括本息展期，相关统计均参考 Wind 资讯。本文的违约债券统计口径

包括 Wind 二级债券分类中的一般公司债、私募债、一般企业债、超短期融资债券、一般短期融资券、一般中期票据和可交换债。

一、第三季度信用债违约整体情况

Wind 资讯统计显示，2023 年第三季度（下称“第三季度”）全国新增 11 只债券发生违约，违约时的债券余额合计 58.95 亿元，涉及的违约主体共有 4 家，其

中 1 家是首次违约主体（第一次出现旗下所发行信用债违约的主体）。与上一季度相比，第三季度新增违约债券只数和相关债券余额较上一季度均小幅增加。与去年同期相比，第三季度，新增违约债券只数和相关债券余额均明显上升（见图 1）。从过去 3 年的债券违约情况来看，2023 年第三季度新增违约债券只数和相关债券余额也相对较低。

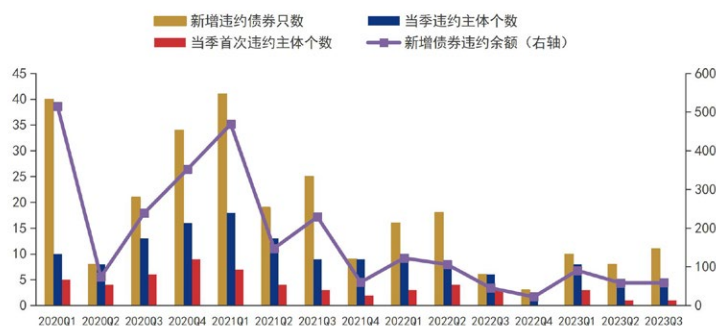


图 1：债券违约情况（2020Q1-2023Q3，单位：个数，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至 2023.9.30。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增违约债券对应违约主体的地域分布来看，第三季度违约主体分布在浙江、湖北、北京、上海四地，各地区违约主体均有 1 家；从第三季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体依然最多（3 家），医药制造行业有 1 家违约主体（见图 2）。第三季度违约主体发行时评级为 AAA 的主体共有 1 家，其余 3 家违约主体发行时评级为 AA+ 级别。

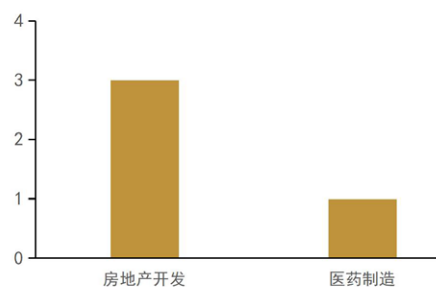


图 2：2023 年第三季度违约主体地域和申万行业分布（单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

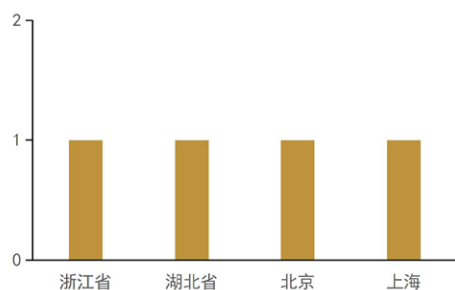


图 2：2023 年第三季度违约主体地域和申万行业分布（单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2023 年第三季度首次违约主体共 1 家，涉及违约债券共 7 只，当季度应兑付而未兑付金额为 44.104 亿元。违约主体佳源创盛控股集团有限公司位于浙江嘉兴市，为房地产行业民营企业，在违约前 3 个月的主体信用评级均为 AA+ 级。

表 1：2023 年第三季度首次违约主体基本情况

发行人	首次违约时间	当季度违约债券只数	当季度应兑付而未兑付金额(亿元)	违约前3个月主体评级	发行时主体级别	所属中万行业（一级-二级）	所属地区	公司性质	是否上市	违约情况概述
佳源创盛控股集团有限公司	2023/7/5	7	44.104	AA+	AA+	房地产-房地产开发	浙江省嘉兴市	民营企业	否	未按时兑付本息7只

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增主体违约率（户数法）来看，2023 年第三季度新增主体违约率为 0.02%，较上个季度持平。其中，民营企业新增主体违约率 0.54%，较上个季度基本持平；国有企业第三季度没有新增主体违约（见图 3）。

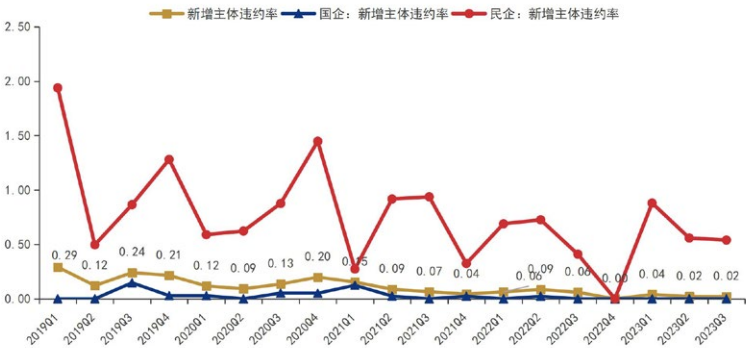


图 3：季度（国企、民企）新增主体违约率（2019Q1-2023Q3，单位：%）

注：新增主体违约率（户数法）= 某期限内首次违约主体数 / 期初期末存量债券主体数量的简单平均。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增债券违约率（余额法）来看，2023 年第三季度新增债券违约率为 0.02%，较上个季度保持不变，其中民营企业新增债券违约率为 1.02%，较上个季度上升 0.41 个百分点（图 4）；第三季度没有国有企业发生新增债券违约（见图 4）。

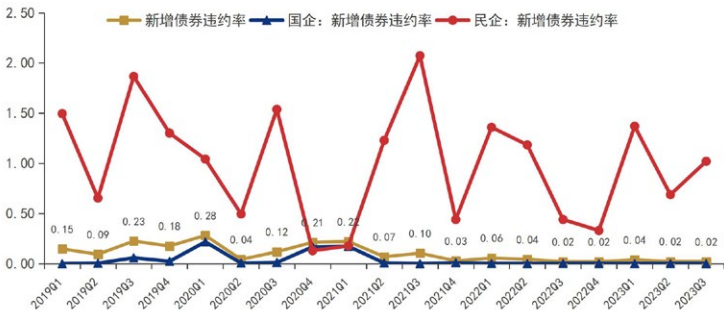


图 4：季度（国企、民企）新增债券违约率（2019Q1-2023Q3，单位：%）

注：新增债券违约率（余额法）= 某期限内新增违约债券余额 / 期初期末存量债券余额的简单平均。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

对于未纳入上述 2023 年第三季度新增违约债券统计，但在本季度发生了首次本息展期的债券（即在本季度内该债券第一次发生本息展期情况），共有 22 只，涉及主体 8 家，涉及债券余额合计 223.05 亿元。其中，最近一次发行人委托主体评级级别为 AAA 的有 4 家，AA+ 的有 1 家，AA 的有 1 家。

从 2023 年第三季度发生首次展期的发行人所属行业来看，8 家发行人中有 6 家为房地产企业，1 家为煤炭企业，1 家为有色金属企业（表 2），如果后续企业

的经营及外部融资情况无法得到改善，其面临的偿债风险将无法获得根本性解决，展期债券的兑付风险仍然较大，不确定性较高，其后续的债务风险值得进一步关注。

表 2：2023 年第三季度首次本息展期债券基本情况

序号	发行人	首次本息展期时间	所属申万行业	最近一次发行人委托主体评级级别与评级时间	公司性质	是否上市
1	金科地产集团股份有限公司	2023-07-05	房地产	AAA(2023-07-05)	民营企业	是
2	金科地产集团股份有限公司	2023-07-05	房地产	AAA(2023-07-05)	民营企业	是
3	金科地产集团股份有限公司	2023-07-05	房地产	AAA(2023-07-05)	民营企业	是
4	金科地产集团股份有限公司	2023-07-05	房地产	AAA(2023-07-05)	民营企业	是
5	金科地产集团股份有限公司	2023-07-05	房地产	AAA(2023-07-05)	民营企业	是
6	融信(福建)投资集团有限公司	2023-07-06	房地产	AAA(2023-07-06)	民营企业	否
7	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
8	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
9	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
10	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
11	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
12	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
13	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
14	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
15	广州市时代控股集团有限公司	2023-07-10	房地产	AAA(2023-07-10)	民营企业	否
16	永城煤电控股集团有限公司	2023-07-30	煤炭	B(2023-07-30)	地方国有企业	否
17	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	2023-08-07	房地产	AA+(2023-08-07)	外商独资企业	否
18	景瑞地产(集团)有限公司	2023-08-07	房地产	AA(2023-08-07)	外商独资企业	否
19	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	2023-08-28	房地产	AA+(2023-08-28)	外商独资企业	否
20	永城煤电控股集团有限公司	2023-08-31	煤炭	B(2023-08-31)	地方国有企业	否
21	远洋控股集团(中国)有限公司	2023-09-01	房地产	AAA(2023-09-01)	中央国有企业	否
22	宁夏晟晏实业集团有限公司	2023-09-27	有色金属	BB(2023-09-27)	民营企业	否

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、第三季度信用债违约案例分析

佳源创盛控股集团有限公司（下称“佳源创盛”），成立于 1995 年，总部位于浙江省嘉兴市，主要经营范围包括股权投资、实业投资、房地产开发和经营、投资管理、企业管理咨询服务等。佳源创盛是一家集房地产开发、市政园林、物业服务、商业管理等产业为一体的控股集团型企业，多年来立足嘉兴、走向全国，完成了多个品质楼盘的开发，并将业务范围拓展到国内 20 多个省（自治区、直辖市），旗下拥有境内外上市公司。

从股权结构看，自然人沈玉兴为佳源创盛控股股东与实际控制人，持股比例达 98.83%。佳源创盛旗下还有浙江佳源房地产集团有限公司、浙江佳源医养健康管理有限公司、嘉兴市德源商贸有限公司等多家控股子公司，涉及领域诸多。但从历年财务报表来看，房地产收入仍是其主要收入来源。

8 月 4 日，佳源创盛发布关于“20 佳源创盛

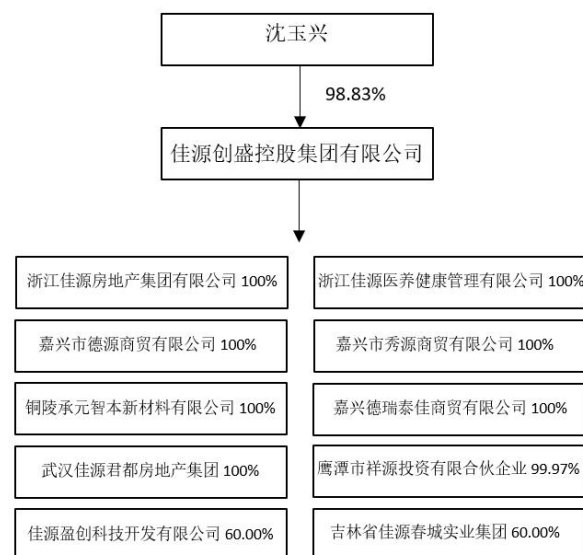


图 5：佳源创盛控股集团有限公司股权结构

MTN001” “20 佳源创盛 MTN002” “20 佳源创盛 MTN003” 未按期足额兑付本息的公告。公告显示，“20 佳源创盛 MTN001” “20 佳源创盛 MTN002” “20 佳

源创盛 MTN003”于2023年8月4日触发投资者保护条款未获得持有人会议豁免，提前到期应付。因宏观经济环境、行业环境及融资环境叠加影响，公司流动性出现阶段性紧张。经公司多方筹措资金，截至公告日，公司仍未能按期足额兑付应付本息，从而构成实质违约。

其违约原因可能涉及以下三个方面。

（一）行业景气度低迷，盈利能力持续恶化

2020年以来，多重因素导致国内经济下行压力加大，居民的消费意愿和能力降低，叠加房地产行业进入深度调整期，市场信心不足，行业景气度低迷。在此宏观经济环境与行业环境之下，佳源创盛营收和盈利情况也显

著恶化。

公司营业收入方面，2017年至2020年，佳源创盛的营业收入增速放缓；2021年，佳源创盛实现营业收入207.35亿元，同比下降19.86%，开始呈现下行趋势；2022年的财务数据多次延期披露，截至2023年9月底仍未公开；2022年前三季度仅实现营业收入63.09亿元，同比下降53.72%，公司业绩大幅下滑。盈利情况方面，自2018年开始，佳源创盛净利润开始逐年下行，2021年以来，下行速度加快。2021年实现净利润11.37亿元，同比下降38%；2022年前三季度仅实现净利润1.98亿元，同比下降54.94%。



图6：2016年-2022年3季度佳源创盛营业收入、净利润和归属母公司股东的净利润情况（单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）流动负债占比60%以上，短期偿债压力较大

截至2022年三季度，公司有息债务为473.58亿元，其中，短期债务为317.61亿元，短期债务占总债务的比重为67.07%，短期债务占比较高，公司面临很大的短期偿债压力。

从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看（见

图7），公司的经营性现金流净额近七年均不能有效覆盖相应年份短期债务（“经营性现金流净额/短期债务”均未超过0.5）。2020年、2021年和2022年三季度公司“经营性现金流净额/短期债务”分别为0.02、0.14和0.02，公司靠内生性现金流覆盖短期债务的能力较差。

为弥补经营性现金流的短缺，佳源创盛的偿债

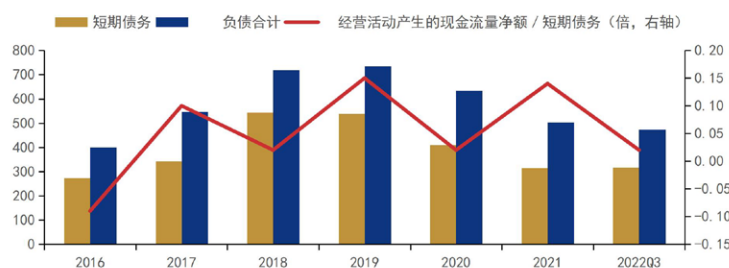


图7：佳源创盛总债务、短期债务和经营性现金流净额/短期债务（2016年至2022年3季度，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

资金来源主要依赖于外部融资。从筹资性现金流来看，2019年之后，公司的融入资金能力逐渐变差，叠加到期债务的偿还压力，2020年、2021年和2022年三季度公司净筹资额分别为4.59、-30.74和-23.62亿元，导致2020年开始，公司的筹资性现金流净额也由正转负，

流动性紧张，资金压力较大。

总的来说，佳源创盛的经营性现金流无法有效覆盖短期债务，偿债资金主要依赖外部融资，而当佳源创盛的融资渠道收窄、外部融资能力变差时，公司偿债压力变大，违约风险上升。

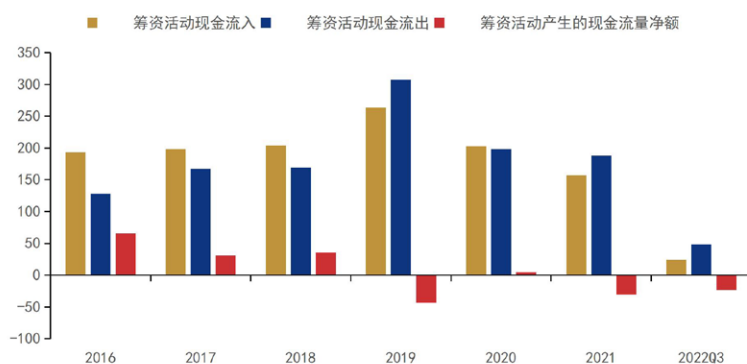


图8：佳源创盛筹资活动情况（2016年至2022年3季度，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）融资情况恶化

近年，佳缘创盛的银行授信额度逐年收缩；2019年，公司的未使用的银行授信额度为476.75亿元，增长率为0.77%，到2022年一季度末，公司未使用的银行授信额度大幅缩减至275.89亿元，增长率为-44.37%。此外，佳缘创盛的债券融资成本偏高，2017年以来，公司发行债券的加权平均发行利率均超过7%，2022年公司的融资成本高达8.01%；过高的债券融资成本不仅给公司带来较大的付息压力，也侧面反映出公司融资难度大，市场投资者担忧情绪较大。

此外，公司质押子公司股权比例较高。根据佳缘创盛控股子公司美丽生态公告，截至2023年上半年，佳缘创盛已经质押美丽生态2.92亿股公司股份，占其全部持股的81.51%，这反映出公司融资已经出现一定风险。

三、总结与展望

2023年第三季度，债券市场共有11只债券新发生违约，违约时的债券余额合计58.95亿元，涉及的违

约主体共有4家，其中1家是首次违约主体。与去年同期相比，第三季度，新增违约债券只数和相关债券余额均明显上升。从过去3年的债券违约情况来看，2023年第三季度新增违约债券只数和相关债券余额也相对较低。从第三季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体依然最多。第三季度，新增主体违约率较上期基本持平，国有企业没有新增违约主体；民营企业新增债券违约率较上期有所上升。

2023年第三季度首次违约主体为佳源创盛控股集团有限公司，属于房地产行业，是一家民营企业。

通过总结其违约原因，可以得到如下启示：

第一，关注外部环境下行压力下企业主营业务表现。在全球经济下行的背景下，近年我国房地产行业景气度下行明显，不少房地产企业出现债券违约的情况。因此，对于处于景气度下行的行业，需要关注行业内企业经营情况及盈利能力。企业的盈利能力反映了企业的经营状况，如果企业盈利能力长期、持续的下降，说明企业的自身“造血”能力不足，企业现金流将面临压力。

第二，关注企业债务结构风险。从历年的主体违

约分析中可发现，违约主体不合理的债务结构几乎是所有违约主体都存在的一个问题。以房地产行业为例，如果房地产企业短期债务占全部有息债务比重较大，那么企业将会面临较大的短期偿付压力，很容易发生违约事件。

第三，关注融资恶化风险。融资渠道的可获性与

畅通性是衡量一个企业再融资能力的重要因素之一。企业的再融资能力容易受到企业负面舆情的影响，比如一家企业如果前期存在较多合同纠纷、银行垫款未偿还的情况，说明企业的信用情况欠佳，未来银行借款或公开市场融资的能力可能会受到影响。企业融资不足也会影响公司生产经营，可能最终导致企业盈利能力下降。



融资担保行业运行情况与信用分析

远东资信研究与发展部 / 申学峰

【摘要】

融资担保机构是指开展借款担保服务、发行债券担保服务等融资担保活动的企业，属于一种特殊的金融中介，受到严格的金融监管。截至 2023 年 9 月末，发行过债券的融资担保机构有 22 家，累计发行债券 77 只；为存量债券提供担保的有 57 家，合计担保债券 2537 只，余额有 10356.07 亿元。融资担保机构成为债券市场重要的发行人和担保人。

在行业风险方面，监管政策的变化可能增加融资担保公司的业务成本或对业务造成额外限制；宏观经济环境下行会导致代偿率上升，影响融资担保公司资产质量和盈利水平；如果融资担保机构风控体系失效，爆发客户信用风险，会导致代偿规模上升。

2018 年以后融资担保行业管理进一步规范，部分机构退出，行业集中度提升。2020—2022 年 34 家样本融资担保机构营业收入和净利润都出现下降，但销售净利率有所提升；资产规模保持了增长，负债率低于 2020 年以前水平。融资担保机构发行的大部分债券发行利差在 50BP 至 200BP 之间，高收益债券数量不多。2017 年之前出现过多起债券违约而担保机构未能代偿的情况，但经过行业整顿，2017 年之后未再出现债券担保失效情况。

通过对 11 家可获数据的样本机构信用风险度进行研究，可以发现可以分为三类：由央企或国家部委主导的全国政策性融资担保机构风险控制体系健全，可获外部支持力度较大，信用风险度在偏低的第一梯队。由地方政府主导的地方政策性融资担保机构有地方政府支持，少数弱区域的机构代偿率略高，信用风险度中等。市场化融资担保机构可获外部支持相对较少，信用风险度相对较高。

整体上看，在经历行业整顿之后，经营不规范的融资担保机构多数已经退出，存量机构中大部分都经营状况稳定。近年来行业集中度也在提升，对头部机构形成利好。而且考虑到融资担保在促进地方企业融资中的重要性，各级政府对融资担保机构有较强的支持意愿。目前，融资担保行业的信用展望为稳定。但是，部分地方性融资担保机构所在区域经济较差，自身代偿率偏高、应收代偿款较多。需要关注潜在风险。

一、行业概况

（一）行业定义

融资担保机构是指开展借款担保服务、发行债券

担保服务等融资担保活动的企业。融资担保机构是担保机构的一种，担保包括融资担保和非融资性担保。融资担保机构属于金融机构，受金融监管部门管辖。而非融

资性担保机构开展履约担保、诉讼保全担保等非金融业务，属于一般企业。

按照主营业务及定位，融资担保机构可分为一般融资担保公司、信用增进公司与再担保公司。

(1) 一般融资担保公司：业务类型广泛，提供各类融资担保服务。

(2) 信用增进公司：聚焦于债券、贷款等产品，以保证、信用衍生工具、结构化金融产品等形式，为债券、贷款、结构化金融产品等提供信用增进服务。

(3) 再担保公司：聚焦于再担保，一般是由中央或省级财政出资，为政策性融资担保业务提供风险分担、

信用增进服务。

在实际经营中，符合一定条件的融资担保机构也可以兼营其他业务，包括非融资性担保业务、非担保类业务。

(二) 经营模式

直接融资担保机构通过为借款人提供债务担保服务来收取服务费。当借款人无法还款，担保机构就需要为其代偿，代偿后还可以继续向借款人追偿。再担保机构则通过为直接担保机构提供担保来收取费用，当直接担保机构无法履行代偿，由再担保机构负责代偿(图1)。

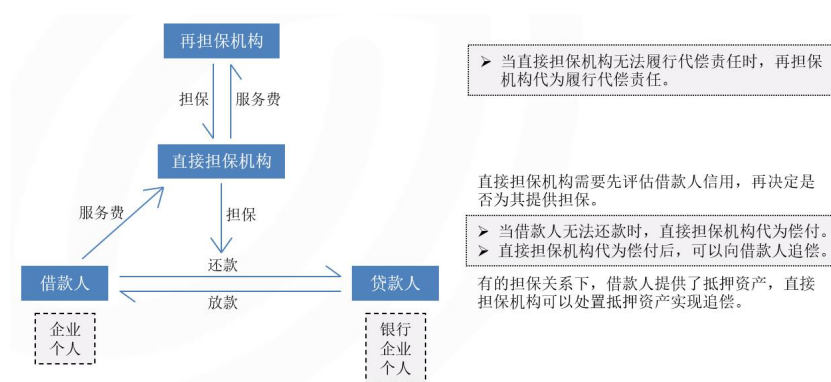


图 1：融资担保机构经营模式

资料来源：公开资料，远东资信整理

(三) 行业发展历史

1. 起步探索

1993 年，一家名为中国经济技术投资担保公司的企业应运而生。这个被国务院特例特批的公司是中国第一家全国性担保公司，由此也开启了一个颇具中国特色的行业——担保行业。

起步初期的担保公司主要服务于高新技术成果的转化，但到 90 年代中后期，中国民营经济大潮萌动，中小微企业开始如雨后春笋般涌现。为了推动其发展、破局融资难题，担保公司的角色开始发生变化。

2. 基础构建

根据人民银行 1998 年颁布的《中小企业融资管理办法》，在贷款企业没有足额抵押物的情况下，必须通过第三方提供担保，银行才能向贷款企业发放贷款。担

保公司就此迎来了一个发展的重要契机，产品日益多元化、公司数量也迅速增长。

根据 2008 年底的统计数据显示，当年全国已有担保机构 4247 家，担保余额 7221 亿元，担保机构数量为 2000 年的 20 倍，累计服务企业 90.7 万户，累计担保余额约 1.75 万亿元。

3. 快速发展

2009 年，银监会牵头多部门组建了融资性担保业务部级联席会，融资担保业的主管部门就此落定。

在“四万亿计划”带动下，行业迎来了爆发式增长。截至 2011 年末，全国融资性担保公司已经增至 8402 家，同比增长 39.3%；资产总额 9311 亿元，同比增长 57.2%；净资产总额 7858 亿元，同比增长 63.8%。在保余额总计 19120 亿元，同比增长 39.1%。

但增长的背后，大量违规操作的担保公司风险集聚。

4. 规范整顿

2012年2月，某三家担保公司先后爆发风险事件，行业危机开始蔓延。2012年全国担保代偿率飙升至1.3%。而2011年为0.42%，2010年仅为0.16%。

2013年12月，《关于清理规范非融资性担保公司的通知》要求各区域对辖区内非融资性担保公司进行集中清理规范。2017年8月《融资担保公司监督管理条例》发布，行业迎来正式的行政法规。在随后的2018年又有四项配套制度发布。2019年10月，住房置业担保公司、信用增进公司等机构也被纳入融资担保公司监管范围。

（四）目前的行业监管框架

1. 两层监管机构

第一层：融资性担保业务监管部际联席会议

由国家金融监督管理总局牵头，发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行、工商总局、法制办等部门参加，负责研究制订促进融资性担保业务发展的政策措施，拟订融资性担保业务监督管理制度，协调相关部门共同解决融资性担保业务监管中的重大问题，指导地方人民政府对融资性担保业务进行监管和风险处置。

第二层：各省级政府

省、自治区、直辖市人民政府按照“谁审批设立、谁负责监管”的要求，确定相应的部门根据国家有关规定和政策，负责本地区融资性担保机构的设立审批和日常监管。

2. 监管法律依据

2017年，国务院发布《融资担保公司监督管理条例》，对融资担保业务界定、注册资本、担保责任余额的计量方法、放大倍数、集中度和违规处罚等内容进行具体规定。

2018年，原银保监会发布《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度，对融资担保业务风险权重、放大倍数、集中度等进行修改，并按资产流动性和安全性将融资担保公司的主要资产划分Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ级。

2019年，原银保监会等部门联合发布《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》，进一步将实际经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管范围，并对融资担保业务风险权重、借款类担保责任余额的计算方法等内容进行细化调整。

3. 监管指标具体要求

融资担保机构主要监管指标，如下表1。

表 1：融资担保机构监管指标具体要求

	具体要求
注册资本	(1) 设立融资担保公司，注册资本不低于人民币 2000 万元。 (2) 融资担保公司跨省、自治区、直辖市设立分支机构，注册资本不低于人民币 10 亿元，经营融资担保业务 3 年以上，且最近 2 个会计年度连续盈利。
融资担保放大倍数①②	(1) 融资担保公司的担保责任余额不得超过其净资产的 10 倍。 (2) 对主要为小微企业和农业、农村、农民服务的融资担保公司，前款规定的倍数上限可以提高至 15 倍。
融资担保集中度①②	(1) 融资担保公司对同一被担保人的担保责任余额与融资担保公司净资产的比例不得超过 10%， (2) 对同一被担保人及其关联方的担保责任余额与融资担保公司净资产的比例不得超过 15%。
资产比例③	(1) 融资担保公司净资产与未到期责任准备金、担保赔偿准备金之和不得低于资产总额的 60%。 (2) 融资担保公司Ⅰ级资产、Ⅱ级资产之和不得低于资产总额扣除应收代偿款后的 70%；Ⅰ级资产不得低于资产总额扣除应收代偿款后的 20%；Ⅲ级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款后的 30%。
①融资担保责任余额=借款类担保责任余额+发行债券担保责任余额+其他融资担保责任余额。 借款类担保责任余额=单户在保余额 500 万元人民币以下的小微企业借款类担保在保余额×75%+单户在保余额 200 万元人民币以下的农户借款类担保在保余额×75%+住房置业担保在保余额×30%+其他借款类担保在保余额×100%。 发行债券担保责任余额=被担保人主体信用评级 AA 级以上的发行债券担保在保余额×80%+其他发行债券担保在保余额×100%。（对被担保人主体信用评级 AA 级以上的发行债券担保，计算前款规定的集中度时，责任余额按在保余额的 60%计算） 其他融资担保责任余额=其他融资担保在保余额×100%。 ②计算融资担保放大倍数和集中度时，应当在净资产中扣除对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资。净资产应当根据融资担保公司非合并财务报表计算。 ③Ⅰ级资产包括：现金，银行存款，等等。 Ⅱ级资产包括：商业银行理财产品，债券信用评级 AA 级、AA+级的债券，等等。 Ⅲ级资产包括：对在保客户股权投资 80%部分以及其他股权类资产，债券信用评级 AA-级以下或无债券信用评级的债券，等等。	

资料来源：公开信息，远东资信整理

（五）政策趋势

2017 年，财政部、税务总局发布关于中小企业融资（信用）担保机构有关准备金企业所得税税前扣除政策的通知，符合条件的担保机构可以享受所得税优惠。

2019 年，国务院办公厅发布关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见。

2020 年，财政部发布关于充分发挥政府性融资担保作用为小微企业和“三农”主体融资增信的通知。

2020 年，原银保监会等七部门发布关于做好政府性融资担保机构监管工作的通知，要求建立政府性融资担保机构名单，引导其聚焦支小支农主业。

2021 年，财政部、工信部发布关于继续实施小微企业融资担保业务降费奖补政策的通知，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的省份进行奖补。

2022 年，原银保监会发布关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知，支持银行业金融机构与国家融资担保基金及其合作担保机构有序开展总对总的“见贷即保”批量担保业务，为小微企业、个体工商户提供信贷支持，鼓励政府性融资担保机构在同等条件下优先为小微企业和个体工商户首贷户贷款提供担保。

2023 年，中共中央、国务院发布关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见，提出要引导信贷担保业务向农业农村领域倾斜，发挥全国农业信贷担保体系作用。

从近年发布的文件来看，政策在引导融资担保行业向服务中小微企业、“三农”的方向发展。

二、行业特征、竞争优势来源与风险因素分析

（一）行业特征

1. 需求特征

中小企业担保方面：中小企业对我国经济发展和社会稳定都做出了巨大的贡献，但是因为规模小、信

用水平低，无法达到相关金融机构贷款和融资的基本条件，中小企业普遍面临着融资难题。因此中小企业常采取担保机构对融资提供担保的方式来提高自身的信用评级，起到降低融资门槛及成本的目的，这为融资担保行业带来了广阔的需求。近年政府及监管部门也很重视融资担保行业在中小企业发展中的作用，出台了一系列政策鼓励并引导融资担保公司为“三农”及小微企业服务。

债券担保方面：近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券发行量呈现较快增长的态势。与此同时，债券发行人的增信需求也快速增长。债券的增信方式呈多样化趋势，信用增进公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，其中担保增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。

2. 增长特征

全国融资担保公司数量在 2012 年达 8590 家，10 年来，一些经营不善或者根本没业务的机构陆续退出市场，全行业法人机构数量逐年下降。截至 2021 年末，融资担保机构 4838 家，累计减少四成以上。目前在政策引领下，行业机构进一步聚焦普惠金融主业，小微业务占比 42.2%，涉农业务占比 13.3%。一些大型融资担保公司近年来债券担保业务持续增长，成为行业内重要的收入来源之一。

3. 竞争特征

行业分化：当前我国融资性担保的主体仍是银行贷款，且利用担保增信的企业相对整体来说资质更低，产生不良贷款的几率更高，担保行业代偿率目前已高于银行业不良贷款率，两者间的差距或将进一步拉大，资本实力弱、风险管理不到位的担保企业将受到进一步冲击，我国担保行业分化将进一步加剧。

全国经营和区域经营：大部分融资担保机构具有明显的地域性，经营范围主要是机构所在地及周边地区。例如，很多地方国资背景的融资担保机构主要以服务地方企业为主，在当地具有相对竞争优势。少数规模较大的融资担保机构在全国各地开展业务，这类机构的渠道

资源相对丰富。

4. 技术特征

应用大数据分析技术：近年来随着数据资源不断丰富、算力提升，大数据分析技术在金融领域得到广泛应用。部分融资担保机构通过大数据分析来筛选客户对象、跟踪客户信用风险，提高业务风险控制能力。

5. 盈利特征

政策性机构担保费率较低：目前宏观经济发展低迷，行业内融资担保企业代偿风险增加。目前多数担保企业收入主要来自保费收入和投资收益，其中保费收入居于主导地位。商业性担保在行业整顿后数目大量下降，而政策性担保机构则具备准公共物品属性，担保费率较低。类保险的业务特征与公共物品的政策属性共同形成了其高风险、低收益的特征。

而为了应对这种不匹配的“风险 - 收益水平”，国家一方面实施免征营业税和准备金税前扣除等政策，并通过财政资金补贴、注资等形式对融资担保机构承担的风险进行资金补偿；另一方面则建立了有效的三级风险分担机制，即“国家担保基金、省级再担保机构、地方性融资担保机构”。

（二）企业竞争优势来源

1. 渠道资源

融资担保机构需要依托金融机构、股东方的渠道资源来拓展业务。和银行、证券公司等金融机构建立良好的合作关系，有助于公司充分挖掘市场担保需求，寻找到更多的潜在客户。具有地方政府背景的融资担保机构可以在业务方面获得国企渠道资源，开展更多国有资本相关业务。一些大型企业集团设立的融资担保公司，也可以在业务上获得集团层面的渠道资源支持。

2. 业务团队素质

融资担保公司面临着来自受保企业、担保公司自身、金融机构及法律、政策、监管部门等社会环境各个方面的风险，这就要求担保公司自身具备较为完善的风险把控机制。打造稳定且具有丰富行业经验的管理团队，是风险控制的核心。一个优秀的担保公司需要同时具备法律、财务、金融、管理等专业知识和丰富经验的职业团队。

（三）行业风险因素

1. 监管政策风险

目前，我国融资性担保行业监管制度正在逐步完善的过程之中，一些变化可能增加融资担保公司的业务成本或对业务造成额外限制。

例如准备金提取政策的变化、担保放大倍数的变化、单笔担保额度限制的变化、可投资比例的变化等等。

如果公司未能完全遵守这些法律、法规和政策，可能导致公司受到处罚或业务受到限制，从而对公司业务造成不利影响。

2. 宏观经济风险

融资担保行业与国家宏观经济形势密切相关。

在宏观经济形势向好的情况下，借款企业经营状况良好，违约率、贷款不良率、代偿率等各项指标均会下降，融资担保公司各项业务可快速发展。当宏观经济增速放缓时，借款企业盈利能力下降，违约率、贷款不良率、代偿率等各项指标均可能会明显上升，追偿难度加大，从而影响融资担保公司盈利水平。

近年来，中国经济增长速度逐步放缓，随着宏观经济调控和市场预期改变，公司将在一定程度上面临着宏观经济变化的风险。

3. 区域经济风险

一些融资担保机构的经营范围主要集中在特定区域，如果该区域经济下行，可能会导致客户信用状况恶化、担保代偿规模增加，侵蚀机构的资本与经营稳定性。

4. 客户信用风险

客户信用风险是融资担保公司面临的最主要和最直接的风险，具体指由于被担保方违约而造成公司代偿、追偿的风险。

当债务期限届满时，如果被担保方无力偿还或不愿偿还，公司就必须按照合同约定履行代偿义务。尽管公司在担保时会为客户还款能力和意愿进行调查评估，但仍可能发生代偿风险。

如果在同一时代偿支出的金额巨大，且风险缓释措施未能执行到位，代位追偿款难以收回，可能对公司造成损失。

5. 风控体系失效风险

近年来，随着我国宏观经济下行压力加大，部分行业的信用风险逐步暴露，债务违约事件频繁发生。自2014年3月出现首单信用债违约事件以来，债券违约已经逐步常态化。仅2021年度就有148只债券违约，逾期总额超过1595.93亿元。

在这种背景下，融资担保机构在一些行业的增信业务面临着较大的市场风险，这对融资担保机构的风控体系形成挑战。如果机构风控体系未能识别、防范和管理重大风险，被担保方丧失偿付能力，短期内发生大规模的代偿事件，则可能导致融资担保公司盈利大幅下降。

6. 竞争不力的风险

近年来融资担保行业监管趋于完善，担保行业本身面临的客户信用风险也在上升，行业内很多经营水平落后的机构退出了市场。如果公司自身经营不规范，出现大幅亏损，受到监管部门处罚，就面临被市场淘汰的风险。

三、行业运行情况与发展趋势分析

（一）融资担保公司数量与担保债券规模

2012年以前融资担保行业发展迅速，机构数量不断增加。2018年以后融资担保行业管理进一步规范，部分经营不善的机构逐渐退出了行业，行业内机构数量开始减少，行业集中度得到提升。截至2021年末，国内融资担保公司数量减少至4838家（图2）。未来行业还有望实现进一步整合。

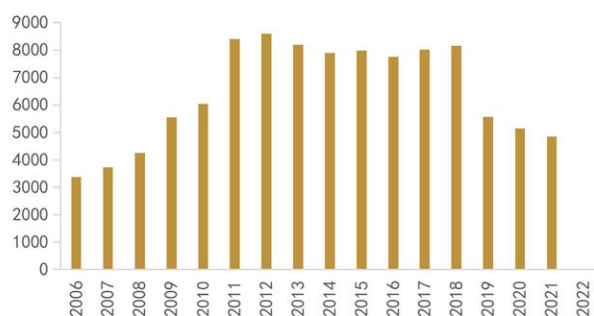


图2：历年融资担保机构数量（单位：家）

资料来源：公开资料，远东资信整理

近年来随着债券发行量上升，融资担保机构的债券担保业务规模也持续增长，成为融资担保行业重要的业务板块。截至2023年9月30日，境内债券市场担保债券数量有2537只，余额有10356.07亿元（图3）。

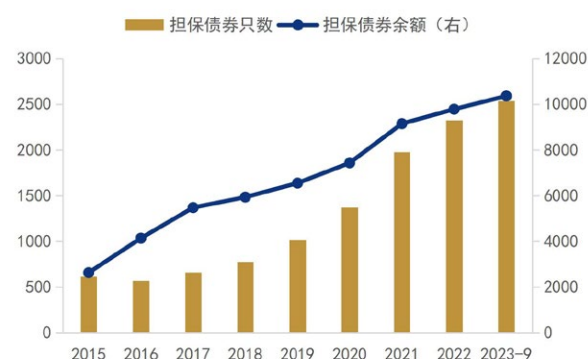


图3：境内市场担保债券规模（单位：只，亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）融资担保机构财务指标

从发行债券的融资担保机构（附表A）、为债券提供担保的融资担保机构（附表B）样本中，选取有完整财务数据的34家企业，分析2019年至2023年上半期间的财务指标情况（图4、图5）。

营业收入方面，2020年以后收入规模下降。

利润率方面，尽管收入下降，但近几年销售利润率得到提升。

总资产方面，总资产规模保持了持续增长。

资产负债率方面，2021年以来的资产负债率较2020年以前有所下降。

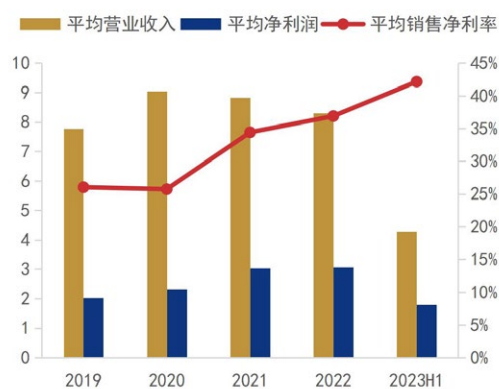


图4：34家样本融资担保公司盈利情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

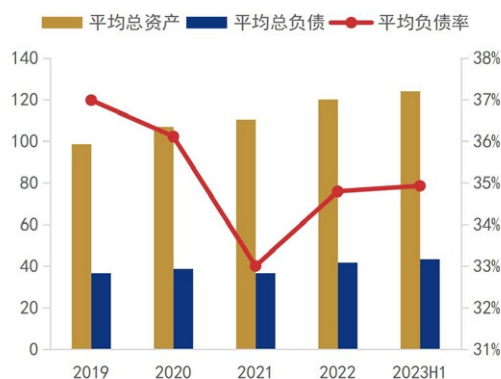


图 5：34 家样本融资担保公司资产负债情况
(单位：亿元)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(三) 担保责任余额

自 2019 年以来，地方政策性融资担保机构的担保责任余额多数保持增长。一些融资担保机构为了控制业务风险，主动减少对部分客户的担保业务，2022 年末担保责任余额有所下降。展望未来，预计 2023 年行业整体的担保责任余额将实现增长。

(四) 融资担保机构发行债券情况

截至 2023 年 9 月 30 日，发行过债券的 22 家融资担保机构（见文后附表 A）共发行债券 77 只。

将债券分为 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期（对

表 2：部分机构近年担保责任余额变动（单位：亿元）

担保公司	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年末
中债信用增进投资股份有限公司	960.50	913.12	799.50	679.81
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	841.06	848.44	901.12	952.79
中证信用增进股份有限公司	712.25	635.05	643.05	543.36
江苏省信用再担保集团有限公司	509.60	626.99	789.04	874.18
中合中小企业融资担保股份有限公司	837.04	626.28	423.25	335.46
深圳担保集团有限公司	318.91	498.73	1201.52	811.60
中国投融资担保股份有限公司	501.67	480.03	634.62	827.82
湖北省融资担保集团有限责任公司	240.46	405.86	388.92	542.51
河南省中豫融资担保有限公司	69.39	170.90	257.03	368.04
陕西信用增进投资股份有限公司	11.20	27.30	98.80	194.01

资料来源：公开信息，远东资信整理

于期限为 X+N 的债券，认定期限为 X)，计算其发行利差。其中，发行利差 = 发行票面利率 - 起息日国债到期收益率。

从发行利差数据来看（图 6）：大部分债券发行利差在 50BP 至 200BP 之间，高收益债券数量不多；

2022 年，中证信用增进股份有限公司、深圳担保集团有限公司发行的 2 只债券利差低于 50BP；2023 年，天津国康信用增进有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司发行的 3 只债券利差高于 250BP。

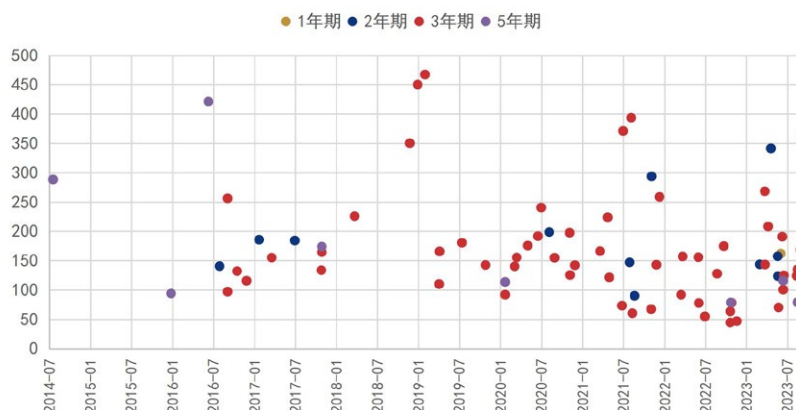


图 6：融资担保机构债券发行利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从存量债券的二级市场成交价格来看，所有债券都没有出现交易净价大幅低于面值的情况，行业内暂无高风险债券，目前违约风险较小。

（五）融资担保机构为债券提供担保情况

截至 2023 年 9 月 30 日，57 家融资担保机构（见文后附表 B）共为 2537 只债券提供了担保，合计担保债券余额 10356.07 亿元。与整个市场存量债券规模相比，融资担保机构担保的债券占有重要比例。

但是融资担保机构的担保并不总是有效，2018 年以前，在债券担保领域有很多担保失效案例，即债券到期无法兑付时融资担保机构未能代偿（注：也有

代偿成功案例，如瀚华融资担保代偿了“18 沈公用 PPN001”“17 沈公用 PPN001”）。

截至 2023 年 9 月 30 日，有 24 只债券在违约时，背后的融资担保机构未能代偿，出现担保失效的情况（表 3）。出现担保失效的融资担保机构大多缺少风控，为追求业务规模而不对客户资质进行管控，在违约潮之下风险暴露。

这些担保失效情况集中发生在 2014-2017 年期间，此后融资担保行业经过规范整顿后，未再出现债券担保失效情况。

表 3：融资担保机构为债券提供担保失效的案例

序号	债券代码	债券简称	违约日期	担保人
1	72002204.XEE	16 通海 004 号	2017-09-29	陕西汇鑫融资担保有限公司
2	125378.SH	14 厉华债	2017-08-10	浙江振金融资担保有限公司
3	118158.SZ	13 百川债	2016-12-16	中企联合融资担保有限公司
4	110005.GBG	百花医药 1 期 A	2016-10-21	鼎盛鑫融资担保有限公司
5	110015.GBG	百花医药 1 期 B	2016-10-21	鼎盛鑫融资担保有限公司
6	118123.SZ	13 华珠债	2016-08-22	中海信达担保有限公司
7	118247.SZ	13 中联 03	2016-07-21	中海信达担保有限公司
8	118246.SZ	13 中联 02	2016-06-20	中海信达担保有限公司
9	118092.SZ	12 泰亨债	2016-05-10	天津海泰投资担保有限责任公司
10	118091.SZ	12 蓝博 02	2016-04-03	中海信达担保有限公司
11	125089.SH	12 中成债	2016-03-22	中海信达担保有限公司
12	118245.SZ	13 中联 01	2016-03-13	中海信达担保有限公司
13	125338.SH	14 中恒 02	2016-02-29	中元国信信用融资担保有限公司
14	125292.SH	14 中恒 01	2016-01-13	中元国信信用融资担保有限公司
15	118165.SZ	13 国德 01	2015-12-25	中企联合融资担保有限公司
16	118168.SZ	13 新天阳	2015-12-20	中企联合融资担保有限公司
17	118151.SZ	13 华龙 01	2015-10-29	中海信达担保有限公司
18	118106.SZ	13 圣达 01	2015-06-13	中海信达担保有限公司
19	118092.SZ	12 泰亨债	2015-05-11	天津海泰投资担保有限责任公司
20	118065.SZ	12 致富债	2015-02-05	中海信达担保有限公司
21	118067.SZ	12 蓝博 01	2015-02-04	中海信达担保有限公司
22	118123.SZ	13 华珠债	2014-08-25	中海信达担保有限公司
23	125065.SH	12 津天联	2014-07-28	天津海泰投资担保有限责任公司
24	125099.SH	13 中森债	2014-03-28	中海信达担保有限公司

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（六）融资担保行业发展趋势

1. 债券违约频发对融资担保机构风控体系形成挑战
近年来，随着我国宏观经济下行压力加大，部分行业的信用风险逐步暴露，债券违约事件频繁发生。自 2014 年 3 月出现首单信用债违约事件以来，信用风

险事件频繁发生，债券违约成为常态。在这种背景下，融资担保机构的担保业务面临着较大的市场风险，对融资担保机构的风控体系形成挑战。

2. 创新产品逐渐丰富为融资担保业务带来增长空间
近年来，国内金融产品创新不断涌现，PPP 基金、

债转股基金、结构化产品、ABS/ABN、REITs、CMBS、CLO、CDS 等金融创新模式层出不穷，而以传统债券为基础，创新发行的绿色债、扶贫债及各类专项债券也陆续上市。这为融资担保机构开展信用担保业务带来了业务增长空间，服务创新产品或将成为部分机构的重要收入来源。

3. 服务中小微企业、“三农”发展

近年来，政策在引导融资担保行业向服务中小微企业、“三农”的方向发展。目前一些融资担保机构将普惠金融作为主营业务，未来市场规模或将保持增长。

4. 行业集中度继续提升

目前融资担保机构数量仍较多，很多小型机构因

渠道资源、风控体系等方面实力较弱而逐渐退出，行业集中度将继续提升。

四、融资担保机构信用分析

（一）融资担保机构信用分析框架

融资担保机构信用分析需要结合个体基本信用状况、调整因素与外部支持。其中个体信用状况主要从行业风险、业务状况、风险管理、资本与盈利性、担保组合质量、风险抵御能力等方面进行评价。业务状况与风险管理主要借助定性评估，资本与盈利性、担保组合质量与风险抵御能力通过经营指标来评估。

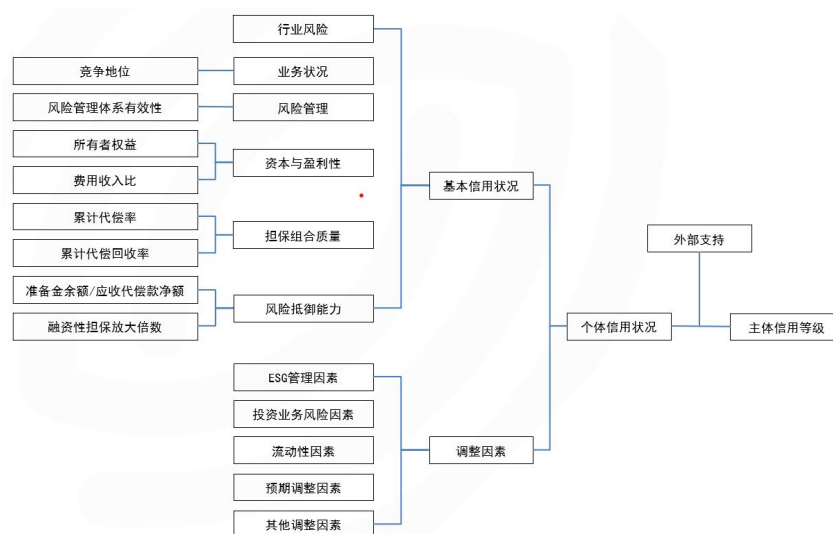


图 7：融资担保机构信用分析框架

资料来源：远东资信整理

（二）样本企业信用分析

从样本企业中，选取 11 家有公开可获数据的代表性企业，分析其 2022 年财务指标、经营指标数据（表 4）。

（1）从业务及管理费占营收的比例看，由于担保客户类型不同，不同担保机构之间费率差异很大。

（2）从代偿与回收情况看，多数机构的累计代偿率控制在 2% 以下，个别机构代偿率较高；代偿率较高的机构通常代偿回收率也较低，两者呈现反向关系。

（3）从“（两项）准备金余额 / 应收代偿款净额”指标看，一些机构的应收代偿款净额较少，因此倍数较高；少数机构没有发生过代偿或代偿已全部回收或代偿已全部计提损失，应收代偿款净额为零；部分机构的应收代偿款净额较大，因此倍数较低。

（4）从融资性担保放大倍数看，各家机构由于业务类型、经营风格不同，杠杆水平差异较大。



表 4：样本融资担保机构财务与经营指标

序号	机构名称	所有者权益 (亿元)	费用收入比 (%)	累计代偿率 (%)	代偿回收率 (%)	准备金余额 /应收代偿 款净额	融资性担保 放大倍数
1	陕西信用增进投资股份有限公司	59.37	6.96	0.00	100.00	11.52	2.66
2	中国投融资担保股份有限公司	109.42	26.60	0.18	97.39	11240.45	5.37
3	中证信用增进股份有限公司	97.63	35.58	0.43	99.81	590.79	5.57
4	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	78.63	12.90	1.34	40.19	2.75	7.19
5	天府信用增进股份有限公司	69.56	3.84	0.00	100.00	——	7.73
6	广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司	23.51	38.94	1.03	48.65	0.87	1.71
7	河南省中豫融资担保有限公司	116.53	1.49	0.11	100.00	——	2.29
8	吉林省信用融资担保投资集团有限公司	43.51	24.88	1.98	69.32	0.36	6.14
9	中证信用融资担保有限公司	62.59	6.31	0.00	100.00	——	4.77
10	中债信用增进投资股份有限公司	110.01	12.00	0.26	50.40	571.00	4.91
11	中合中小企业融资担保股份有限公司	73.97	34.63	3.14	32.72	0.88	3.68

注：费用收入比=业务及管理费/营业总收入*100%；累计代偿率=累计担保代偿额/累计解保额*100%；代偿回收率=累计代偿回收额/累计担保代偿额*100%；准备金余额=担保赔偿准备金+未到期责任准备金；融资性担保放大倍数=融资性担保责任余额/净资产

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

针对 11 家代表性企业，分析其竞争地位、风险管理体系及有效性、外部支持情况（表 5）。

表 5：样本融资担保机构竞争地位与外部支持

序号	机构名称	竞争地位	外部支持
1	陕西信用增进投资股份有限公司	作为陕西省内唯一省级信用增进机构，公司在省内开展业务具有较强资源和信息优势。	作为陕西省内唯一的信用增进机构，陕西增信得到陕西金资和陕西省政府在资源整合、资本金补充、业务发展、风险管理等方面的支持。陕西增信承担了推动陕西省金融风险防范体系不断完善和创新、支持陕西省内重点国企向金融市场融资的政策性职责，陕西省政府有较强的能力和意愿在有需要时对公司进行支持。
2	中国投融资担保股份有限公司	中投保为全国展业的担保企业，在担保行业中具有领先的行业地位，获取资源能力很强。公司与国内金融机构及专业投资、咨询顾问机构结成了广泛战略合作关系。	中投保成为国投集团公司重点发展的金融服务业务中的重要组成部分，具有较高的战略重要性。国投集团公司于 2013 年 10 月出具支持函，承诺会根据中投保经营发展需要，在公司面临流动性困难时，在国家法律和政策允许范围内给予必要的注资或提供流动性支持，以支持其业务发展，同时表示将维持控股股东地位，并对中投保未来经营发展给予充分的、持续的支持。
3	中证信用增进股份有限公司	公司基于数据、系统和专家三大资源，打造数字化、平台化的信用风险管理体系，目前已形成包括信用评级、信用资产内评、信用数据服务以及智能预警服务在内的信用风险管理业务板块。	中证信用作为证监会同意设立的服务资本市场的综合信用服务机构，积极推动资本市场风险分散分担机制和信用风险体系建设，同时及时向中国银保监会和深圳市地方金融监督管理局汇报业务开展情况及开展过程中的相关经验。中证信用承担推动资本市场发展的重要使命，因此可以获得政府支持。
4	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	公司业务以重庆为中心，担保的项目已覆盖了重庆市全市及湖北、四川、江西等省份，是目前西部地区 3 最大的担保公司之一。	三峡担保由重庆市人民政府、三峡集团、国家开发银行三方共同出资组建，股东实力雄厚。作为重庆市人民政府实际控制的国有担保机构，公司担保业务覆盖重庆市多个辖区，通过积极开展借款类担保及发行债券担保等业务支持重庆市小微企业及国有企业融资，对区域经济发展具有重要作用。自成立以来，公司得到了重庆市人民政府在资源协调、优惠政策等方面的支持。
5	天府信用增进股份有限公司	公司作为四川省省级信用增进机构，具有很强区域地位。2022 年，增信业务市场份额在四川省排名第一，具备很强的区域竞争力。	公司是四川省国资委实际控制下的专业信用增进机构，由四川发展等 9 家企业共同出资建立，股东背景多元化，控股股东四川发展综合实力很强，公司能在业务拓展、资本补充、风险抵御等各方面获得股东的较大支持。
6	广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司	佛山市经济发展水平较高，公司在佛山市具有一定的市场竞争力和知名度。	公司第一大股东为佛山金控，佛山金控通过直接和间接合计持有公司 28.00%股权。作为佛山市资本规模最大的融资担保公司，公司主要为佛山市的中小微企业和个体工商户提供融资担保服务，在支持佛山市经济发展、维护佛山市金融稳定等方面发挥一定作用。在佛山市金融体系中具有一定地位。当出现经营困难时，获得佛山金控以及佛山市政府直接或间接支持的可能性大。
7	河南省中豫融资担保有限公司	作为省级国有担保平台，公司股东背景较强，业务开展立足河南，在当地具有较好的人缘和地缘优势。	作为豫资控股下属从事担保业务的专业子公司，中豫担保在资本金补充、业务发展、风险管理等方面得到股东的有力支持。考虑到豫资控股的控股股东身份及公司在豫资控股中的重要地位，公司在今后的发展中仍将得到豫资控股持续有力的支持。
8	吉林省信用融资担保投资集团有限公司	公司是吉林省内的省级国有担保平台，在区域市场具有明显的同业竞争优势。	公司控股股东和实际控制人为吉林省财政厅，获得股东及吉林省政府在资本金补充、风险补偿金、业务渠道等多方面的支持。
9	中证信用融资担保有限公司	中证融担依托股东优势，推动以债券类担保为主的业务规模实现较快发展。	作为中证信用增进股份有限公司下属专门从事融资担保业务的子公司，中证融担在资本市场信用风险体系中扮演重要角色，能获得政府及母公司在资本金补充、业务发展及风险管理等方面的大力支持。
10	中债信用增进投资	作为国内首家专业债券信	公司系在中国人民银行的指导下，中国银行间市场交易商协会联

序号	机构名称	竞争地位	外部支持
	股份有限公司	用增进机构,公司在国内金融系统具有很高的战略地位,积累了突出的声誉和竞争优势。	合多家央企成立,股东背景强大,对公司业务开展支持力度大。
11	中合中小企业融资担保股份有限公司	公司担保业务在全国范围内展业,担保业务规模行业排名仍保持靠前地位。	2020年,公司股东中国宝武向公司派驻总经理,并兼任公司董事,代行董事长职权,且中国宝武在业务方面与公司有较多协作,同时,宝武财务公司给予公司10.00亿元新金融综合业务授信额度。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

结合个体信用状况与外部支持情况,来评估 11 家代表性企业信用风险度。

(1) 第一类: 全国政策性融资担保机构(央企或国家部委主导)

风险控制体系健全,可获外部支持力度较大,信用风险度在偏低的第一梯队。

(2) 第二类: 地方政策性融资担保机构(地方政府主导)

有地方政府支持,少数弱区域的机构代偿率略高,信用风险度中等。

(3) 第三类: 市场化融资担保机构

可获外部支持相对少一些,信用风险度相对较高。

五、总结与展望

融资担保机构通过为借款人提供还款担保收取服务费,属于一种特殊的金融中介,受到严格的金融监管,在资本充足性、杠杆率、业务风险度等方面应符合监管指标要求。目前发行过债券的融资担保机构有 22 家,为存量债券提供担保的有 57 家。

在行业特征方面,融资担保行业需求仍主要来自于中小企业,但近年来债券市场、创新金融产品的担保需求增长较快。很多国资机构承担了政策性融资职能,行业整体呈现收益偏低、风险偏高的特征。由于资本实力、经营能力、渠道资源等方面差异,行业分化明显。

在风险因素方面,监管政策的变化可能增加融资担保公司的业务成本或对业务造成额外限制。宏观经济环境下行会导致代偿率上升,影响融资担保公司资产质量和盈利水平。如果融资担保机构风控体系失效,爆发客户信用风险,会导致代偿率上升、回收率下降。

2018 年以后融资担保行业管理进一步规范,部分机构退出,行业集中度提升。2020—2022 年 34 家样本融资担保机构营业收入和净利润都出现下降,但销售净利率有所提升;资产规模保持了增长,负债率低于 2020 年以前水平。融资担保机构发行的大部分债券发行利差在 50BP 至 200BP 之间,高收益债券数量不多。2017 年之前出现过多次债券违约而担保机构未能代偿的情况,但经过行业整顿,2017 年之后未再出现债券担保失效情况。

近年来债券违约频发对融资担保机构风控体系形成挑战。创新产品逐渐丰富为融资担保业务带来增长空间。政策引导行业向服务中小微企业、“三农”发展。

通过上文所述的融资担保机构信用分析框架对 11 家可获数据的样本机构信用风险度进行研究,可以发现可以分为三类:由央企或国家部委主导的全国政策性融资担保机构风险控制体系健全,可获外部支持力度较大,信用风险度在偏低的第一梯队。由地方政府主导的地方政策性融资担保机构有地方政府支持,少数弱区域的机构代偿率略高,信用风险度中等。市场化融资担保机构可获外部支持相对较少,信用风险度相对较高。

整体上看,在经历行业整顿之后,经营不规范的融资担保机构多数已经退出,存量机构中大部分都经营状况稳定。近年来行业集中度也在提升,对头部机构形成利好。而且考虑到融资担保在促进地方企业融资中的重要性,各级政府对融资担保机构有较强的支持意愿。目前,融资担保行业的信用展望为稳定。

同时,部分地方性融资担保机构所在区域经济较差,自身代偿率偏高、应收代偿款较多。需要关注这些机构的外部支持力度、风险准备金、损失计提情况,如果缺乏外部支持且风险准备不足,可能面临较大信用风险。



附表 A：发行债券的融资担保机构（截至 2023 年 9 月 30 日）

序号	机构名称	最新发行人委托评级级别
1	陕西信用增进投资股份有限公司	AAA
2	中国投融资担保股份有限公司	AAA
3	湖北省融资担保集团有限责任公司	AAA
4	晋商信用增进投资股份有限公司	AAA
5	中证信用增进股份有限公司	AAA
6	江苏省信用融资担保有限责任公司	AA+
7	天津国康信用增进有限公司	AAA
8	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	AAA
9	天府信用增进股份有限公司	AAA
10	安徽省信用融资担保集团有限公司	AAA
11	深圳担保集团有限公司	AAA
12	江苏省信用再担保集团有限公司	AAA
13	广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司	AA
14	河南省中豫融资担保有限公司	AAA
15	吉林省信用融资担保投资集团有限公司	AA+
16	中证信用融资担保有限公司	AAA
17	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	AAA
18	中债信用增进投资股份有限公司	AAA
19	山东省再担保集团股份有限公司	AA+
20	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA
21	常德财鑫融资担保有限公司	AAA
22	北京云政融资担保有限公司	AA

资料来源：公开信息，远东资信整理

附表 B：为债券提供担保的融资担保机构（截至 2023 年 9 月 30 日）

序号	机构名称	最新发行人委托评级级别
1	重庆进出口融资担保有限公司	
2	平安普惠融资担保有限公司	
3	重庆兴农融资担保集团有限公司	
4	常德财鑫融资担保有限公司	AAA
5	河南省中豫融资担保有限公司	AAA
6	湖北省融资担保集团有限责任公司	AAA
7	湖南省融资担保集团有限公司	
8	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA
9	深圳市深担增信融资担保有限公司	
10	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	AAA
11	中国投融资担保股份有限公司	AAA
12	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	AAA
13	四川发展融资担保股份有限公司	
14	瀚华融资担保股份有限公司	
15	福州三六零融资担保有限公司	
16	江西华章汉辰融资担保集团股份有限公司	
17	苏州市农业融资担保有限公司	AA+
18	深圳市高新投融资担保有限公司	
19	浙江省融资担保有限公司	AAA
20	苏州市融资再担保有限公司	
21	济南融资担保集团有限公司	
22	四川省金玉融资担保有限公司	
23	江西省融资担保集团有限责任公司	
24	广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司	AA
25	东北中小企业融资再担保股份有限公司	
26	云南省融资担保有限责任公司	
27	广东粤财融资担保集团有限公司	
28	甘肃金控融资担保集团股份有限公司	

序号	机构名称	最新发行人委托评级级别
10	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	AAA
11	中国投融资担保股份有限公司	AAA
12	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	AAA
13	四川发展融资担保股份有限公司	
14	瀚华融资担保股份有限公司	
15	福州三六零融资担保有限公司	
16	江西华章汉辰融资担保集团股份有限公司	
17	苏州市农业融资担保有限公司	AA+
18	深圳市高新投融资担保有限公司	
19	浙江省融资担保有限公司	AAA
20	苏州市融资再担保有限公司	
21	济南融资担保集团有限公司	
22	四川省金玉融资担保有限公司	
23	江西省融资担保集团有限责任公司	
24	广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司	AA
25	东北中小企业融资再担保股份有限公司	
26	云南省融资担保有限责任公司	
27	广东粤财融资担保集团有限公司	
28	甘肃金控融资担保集团股份有限公司	
29	无锡联合融资担保股份公司	
30	甘肃省融资担保集团股份有限公司	
31	广西中小企业融资担保有限公司	AAA
32	温州市融资担保有限公司	
33	青岛城阳社区建设融资担保有限公司	
34	北京中关村科技融资担保有限公司	AA
35	西部(银川)融资担保有限公司	
36	成都中小企业融资担保有限责任公司	
37	南京滨江融资担保有限公司	
38	中原再担保集团股份有限公司	
39	黑龙江省鑫正融资担保集团有限公司	
40	深圳担保集团有限公司	AAA
41	湖南潭城融资担保集团有限公司	
42	江苏省信用再担保集团有限公司	AAA
43	江西省信用融资担保集团股份有限公司	AAA
44	安徽省信用融资担保集团有限公司	AAA
45	中债信用增进投资股份有限公司	AAA
46	河南中豫信用增进有限公司	AAA
47	天府信用增进股份有限公司	AAA
48	中证信用增进股份有限公司	AAA
49	陕西信用增进投资股份有限公司	AAA
50	晋商信用增进投资股份有限公司	AAA
51	武汉信用风险管理融资担保有限公司	AA+
52	贵州省信用增进有限公司	
53	中证信用融资担保有限公司	AAA
54	天津国康信用增进有限公司	AAA
55	山东省信用增进投资股份有限公司	
56	南通众和融资担保集团有限公司	
57	西安创新融资担保有限公司	

资料来源：公开信息，远东资信整理

贵州省区域信用情况研究

远东资信工商企业评级部 / 高永亮 姜帆

【摘要】

贵州作为西部大开发综合改革示范区，十年来 GDP 增速稳居全国前三。但贵州省支柱产业中煤炭、电力均为传统能源产业，市场经济活力欠缺，产业创税能力与人均创税能力均低于全国平均水平。城投方面，近年来，贵州省城投非标舆情频发，市场认可度较低，再融资能力受到制约。

为防范化解隐性债务风险，贵州省采取多方化债举措，但仍未能阻断风险的蔓延。2022 年 1 月，在国发 2 号文的大力支持下，贵州省化债进入新阶段。2022 年底，遵义道桥成功完成银行类债务重组，标志着隐性债务化解取得实质性进展，这有助于修复区域融资环境，推动地方经济回归良性发展。

一、区域概况

（一）概况

贵州省地处西南，下辖六市三州，全省常住人口保持平稳，但除省会外，其余地区均面临人口流失问题

贵州省地处我国西南内陆地区腹地，东毗湖南、南邻广西、西连云南、北接四川和重庆，是西南重要的交通枢纽和长江经济带的重要组成部分。全省总面积为 176,167 平方千米，平均海拔 1,100 米左右，省内山脉众多，92.5% 的面积为山地和丘陵。贵州省下辖贵阳市、遵义市、六盘水市、安顺市、毕节市、铜仁市 6 个地级市和黔东南苗族侗族自治州（以下简称“黔东南州”）、黔南布依族苗族自治州（以下简称“黔南州”）、黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）3 个自治州。

近年来，贵州省常住人口维持平稳。截至 2022 年末，全省常住人口 3,856 万人，较第六次人口普查增加

381.57 万人，增长 10.98%，年平均增长率 0.82%。省会贵阳具有一定虹吸效应，常住人口保持增长，而其余各市（州）则均呈现人口净流出状态，尤以毕节、铜仁、遵义较为突出。

（二）经济与产业

贵州省经济实力处于中下游，经济发展较大程度依赖自然禀赋，2021 年以来，经济发展明显放缓。各城市发展相对不均衡，贵阳和遵义相对较强，但遵义对白酒单一产业依赖较大，其余地区工业基础偏薄弱，2022 年黔西南州和安顺首现经济下滑

2003~2017 年，贵州省 GDP 保持 10% 以上高速增长，经济发展迅猛，经济总量在 2015~2017 年三年间陆续赶超吉林、新疆、天津、黑龙江四省，在全国 31 个省（自治区、直辖市）中排名晋升至第 22 位。2018 年之后，由于经济下行压力加大，叠加疫情等因素影响，贵州经济发展明显放缓，2021 年、2022 年出

现 GDP 增速不及全国平均水平情况。2022 年，贵州经济总量刚刚迈入 2 万亿元，占全国经济总量的 1.67%，经济发展水平处于中下游。2022 年，贵州人均 GDP 约为 5.20 万元，为全国人均 GDP 的 61.02%，人均产值相对偏低，仅略高于广西、黑龙江、甘肃三省。

贵州产业发展较大程度依赖自然禀赋，省内各市经济发展水平相对不均衡，以贵阳和遵义为代表的“双中心”经济圈经济实力较强，其他地区经济发展水平相对落后。贵州所辖的六市三州中，贵阳和遵义经济总量

较为接近，在 4~5 千亿元之间，处于第一梯队。遵义 GDP 增速始终高于贵州水平，且近 5 年 GDP 平均增速也高于省会贵阳，白酒产业发展强劲带动遵义市经济发展保持持续向好态势，2021 年贵州发布强省会五年行动，将大力支持贵阳及贵阳贵安发展，做大省会经济；毕节经济总量在 2 千亿元左右，处于第二梯队，但人均 GDP 低，仅为 3.2 万元左右；其他地区经济总量较小，均在 2 千亿元以下，处于第三梯队，其中黔西南州和安顺 2022 年首次出现 GDP 负增长。

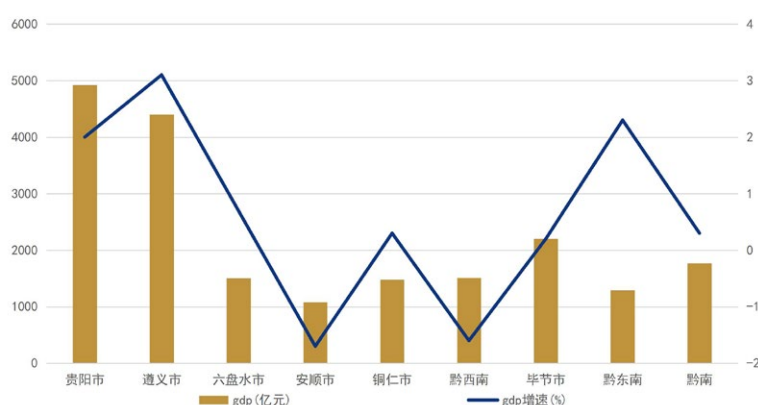


图 1：2022 年贵州省各市经济发展情况

资料来源：公开资料，远东资信整理

从产业情况来看，贵州形成了白酒、煤炭、电力、化工、电子信息、大健康、新型建筑和建材等十大工业产业体系格局。2022 年，十大工业产业中 9 个产业实现盈利，其中酱香白酒产业表现最好。由于贵州地质构造稳定，生态气候有利于保障数据服务器的运行安全性，近年来贵州大数据产业发展迅速，数字经济增速连续七年位居全国第一。贵州主要企业包括贵州茅台、贵州建工、贵州电网、贵州磷化、盘江煤电、贵州航工工业、贵州现代物流等。

从各市产业情况来看，贵阳工业基础较好，在先进装备制造、中高端消费品制造、电子信息制造、现代化工、健康医药、铝及铝加工等方面形成了一定规模，拥有航天电器、浪潮服务器、华为鲲鹏、恒力产业园、苹果云服务基地、华为云全球总部、吉利汽车及发动机、奇瑞万达、比亚迪动力电池等企业，贵阳贵安已成为全

世界聚集超大型数据中心最多的地区之一。遵义支柱产业是以贵州茅台为代表的白酒制造业，占本市规模以上工业增加值比重约 70%，对单一产业依赖较大。毕节支柱产业为生猪、煤炭、化工、电力等，同时发展新能源汽车、烟草、中药材等特色产品，毕节第二产业占比相对较低。黔南州传统优势特色产业是磷化工和茶产业。黔西南州水电资源丰富，是“西电东送”的重要电源基地及电力枢纽。六盘水是以能源作为原材料生产加工为主要产业的重工业城市，矿产资源较为丰富，是长江以南最大的主焦煤基地，工业基础较好。铜仁工业起步较晚，产业体系尚处于初步发展期，支柱产业尚不具备规模，目前以茶叶种植、生猪养殖为特色产业，第二产业占比相对较低。黔东南州工业基础较为薄弱，主导产业为基础材料、新型建材、现代能源，第二产业占比相对较低。安顺主导产业为旅游业，拥有黄果树和龙宫 2 个

国家首批 5A 级旅游区，还拥有 7 个国家 4A 级旅游区。

（三）财政情况

贵州财政实力偏弱，综合财力对土地出让、中央转移支付依赖较大。2019 年以来，除遵义外，其余各市一般公共预算收入均出现不同程度下滑，2021 年起房地产市场下行又对政府性基金收入产生较大冲击，进一步削弱了地方政府可支配财力。为支持贵州长远发展，补充地方政府财力，2022 年中央明显加大了对贵州的转移支付力度

2022 年，贵州一般公共预算收入 1,886.36 亿元，同比下滑 5.75%，扣除增值税留抵退税因素后同比增长 6.8%，排名全国第 22 位；其中税收占比 54.16%，排名全国倒一，财政收入质量持续下降，非税收入中国有资本经营收入、国有资源（资产）有偿使用收入规模较大；财政自给率 32.25%，较上年下滑 2.98 个百分点，排名全国第 22 位，教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康等支出压力较大，财政自身收支平衡能力偏弱。2022 年，贵州政府性基金预算收入 2,041.26 亿元，

排名全国第 14 位，其中国有土地使用权出让收入占比 95.51%，2021 年、2022 年贵州政府性基金预算收入连续 2 年下滑，分别同比下降 5.43% 和 14.50%，房地产市场下行对贵州土地市场冲击较大。2021 年，中央转移支付收入缩减 82.99 亿元；2022 年，中央明显加大了对贵州的转移支付力度，中央转移支付收入较上年增加 667.56 亿元至 3,649.1 亿元，大幅增长 22.39%。

贵州地级市市一般预算收入差异较大，省会贵阳明显强于其他地区，2022 年一般预算收入规模是遵义的 1.46 倍，优势显著；毕节、黔西南州、黔南州规模在 100~120 亿元；其余地区规模在 50~100 亿元。财政自给率方面，2022 年，贵阳 55.36%、遵义 38.53%，其余各市在 10~30%，整体财政自给率偏低，黔东南州、铜仁和安顺财政收支矛盾突出。2019 年起，除遵义外，各市均出现不同程度财力下滑情况，尤以安顺、六盘水、毕节财力下滑最为严重，近 3 年贵阳、黔西南州、黔东南州情况有所好转。

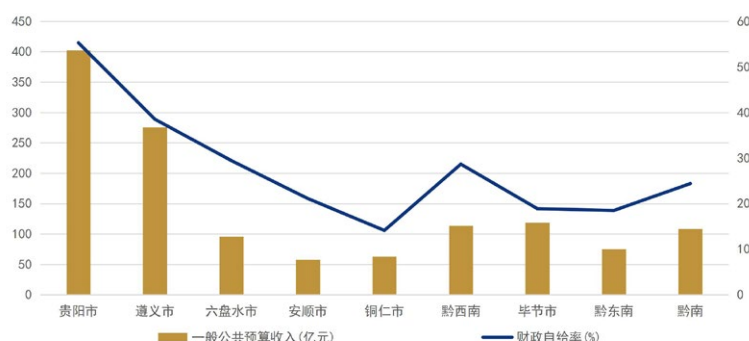


图 2：2022 年贵州省地级市财力情况

资料来源：公开资料，远东资信整理

贵州曾是全国贫困人口最多、贫困面积最大、贫困程度最深的省份，全省 88 个县（市、区）中有 66 个是贫困县，占全国 832 个贫困县比重的 7.93%，仅次于云南和西藏；涉及 923 万贫困人口，占全国 9,899 万贫困人口的 9.32%。截至 2020 年 11 月，贵州全部贫困县脱贫摘帽，成为了中国脱贫攻坚战的最后一环，减贫人数、易地扶贫搬迁人数均为全国之最。贵州政府在补齐基本医疗、义务教育、住房安全“三保障”和解

决饮水安全短板、打好基础设施建设、易地扶贫搬迁、产业扶贫等方面投入巨大。

（四）政府债务负担

贵州地方政府债受发行规模有所下降而到期规模持续上升影响，净融资额整体呈下滑趋势，到期兑付压力较大；贵州政府债务杠杆较高，债务压力较重，持续上升的债务水平与其经济放缓、可支配财力增速下滑形成矛盾

2016～2018年，贵州地方政府债发行品种以置换债为主，新增债很少，2019年之后，则以新增专项债和再融资债为主。除2019年发行规模大幅降至1,346.31亿元外，其余年份地方政府债均在2,000～2,600亿元之间，整体波动下滑。贵州地方政府债于2018年起陆续到期，到期金额持续上升。受发行规模有所下降而到期规模持续上升影响，贵州地方政府债净融资额整体呈下滑趋势，到期兑付压力较大。

贵州地方政府债余额从2015年全国排名第3，仅次于山东省和江苏省，下滑至2022年全国第11位，截至2022年末，贵州地方政府债余额为12,470.11亿元，较上年增加597.82亿元，地方政府债限额增幅仍有所收紧，位列中上游。2022年，贵州负债率61.84%，在全国排名第2，较上年增加1.23个百分点，仅次于青海省84.33%；贵州债务率142.10%，由于中央加大转

移支付力度，较上年大幅下降15.78个百分点。相较于经济财政实力，贵州政府债务杠杆较高，债务压力较重。

二、城投情况

贵州省存续债券以省及地市级为主，截至2022年末，贵州省城投存续债券余额2,584.70亿元，涉及主体118家，其中省级主体7家，存续债券余额566.95亿元；地市级主体54家，存续债券余额1,415.58亿元；区县级主体57家，存续债券余额602.17亿元。

贵州城投公司主要集中在贵阳和遵义，区域间信用分层明显。截至2023年7月末，贵阳市存续债券余额最高，其次为遵义，两市为贵州省主要发债地市，但遵义市风险事项较多，市场认可度普遍较低。铜仁市存续债券全部集中在地市级，毕节市下属区县存续债券规模较大，市本级存续债券规模相对较小。

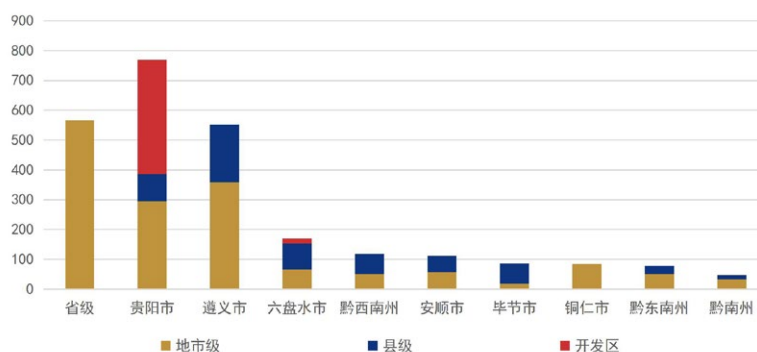


图3：贵州城投债余额分布情况

资料来源：DM，远东资信整理

从主体级别分布看，AAA/AA+/AA-/A+/BB+/无评级主体分别为4、12、66、25、5、2、4家，贵州省

城投主体评级主要集中在AA级别，但少数的AAA级主体存续债券占全省的21.02%。

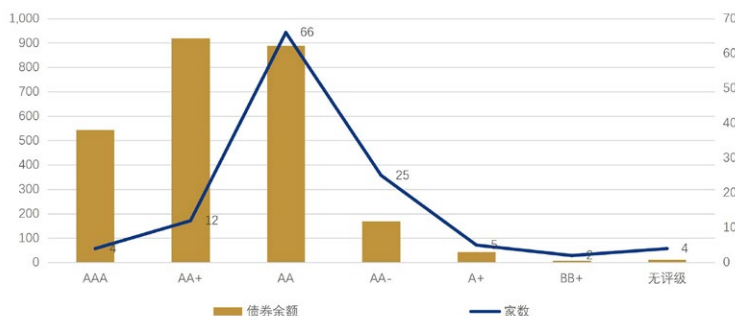


图4：贵州城投债级别分布情况

资料来源：DM，远东资信整理

（一）省级

表 1：贵州省省级平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
贵州高速公路集团有限公司	省	AAA	266.00	4,384.42	71.92	230.62
贵州铁路投资集团有限责任公司	省	AA+/AAA	56.05	723.92	40.41	75.36
贵州省公路开发集团有限公司	省	AA+	9.10	1,050.53	67.75	42.29
贵州交通建设集团有限公司	省	AA+/AAA	137.80	2,575.81	76.00	399.38
贵州省水利投资(集团)有限责任公司	省	AAA	78.50	1,461.08	51.28	36.77
贵州水投水务集团有限公司	省	AA+	9.50	188.05	74.12	10.98

资料来源：DM，远东资信整理

贵州高速公路集团有限公司（以下简称“贵州高速”）。截至目前，贵州省国资委、茅台集团、贵州金融控股集团有限责任公司和贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司分别持有贵州高速 51.00%、14.73%、10.00% 和 24.27% 股权。贵州高速是在国家规划、计划的统筹安排下，以全资、控股和直接管理等方式从事收费公路及其他交通基础设施项目的资本运营和重大生产经营活动，负责贵州省高速高等级公路的融资、建设、经营和管理。2013 年，贵州高速被正式纳入贵州省政府下属八大国有投资公司范畴，进一步明确了贵州高速系贵州省重点公路及其他交通基础设施项目的资本运营平台和建设经营管理主体的经营定位。但收费公路行业对政策及细则变化的敏感度较高，且贵州高速对高速公路建设持续加大，债务负担重，付息压力大，财务杠杆较高，同时贵州高速房地产项目区域集中度较高且在建规模较大，公司亦面临一定去化压力。

贵州铁路投资集团有限责任公司（以下简称“贵州铁投”）。截至目前，贵州铁投存续外部评级有 AA+（中诚信）/AAA（东方金诚）。作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体，贵州铁投履行贵州省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任，业务专营性和

业务竞争力很强；同时发展贸易、物流、房地产等业务。但公司收入的核心来源贸易业务毛利较低，铁路运营和物流业务亏损。

贵州省公路开发集团有限公司（以下简称“贵州公路”）。贵州公路主要负责贵州省还贷性高速公路的投资、建设及运营，主营业务为高速公路运营和工程道路建设。

贵州交通建设集团有限公司（以下简称“贵州交建”）。截至目前，贵州交建存续外部评级有 AA+（大公国际）/AAA（东方金诚）。公司是贵州省主要的交通基础设施项目投融资、建设及经营主体，主营业务包括建筑施工、高速公路运营和材料与油品销售业务，以建筑施工业务为主，拥有公路工程施工总承包特级及多项壹级资质。

贵州省水利投资（集团）有限责任公司承担贵州省骨干水源工程项目的投资建设工作，在该领域业务地位突出，营业收入主要来源于工程施工与安装工程、水务业务、物资销售及发电业务。

（二）地市级

1. 安顺市

表 2：安顺市平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
安顺市城市建设投资有限责任公司	安顺市	AA	30.60	389.31	52.03	7.20
安顺投资有限公司	安顺市	AA	5.36	503.65	43.06	1.41
安顺市工业投资股份有限公司	安顺市	AA	15.00	149.92	52.74	52.66
安顺市国有资产管理有限责任公司	安顺市	AA（负面）	0.00	546.63	55.96	8.62
安顺市交通建设投资有限责任公司	安顺市	AA-	5.60	322.55	30.33	0.05
安顺市西秀区黔城产业股份有限公司	西秀区	A+（负面）	21.49	317.51	57.65	8.62
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	西秀区	AA（负面）	27.44	207.47	45.47	10.61
普定县夜郎国有资产投资运营有限责任公司	普定县	AA-	5.60	167.89	21.57	3.92

资料来源：DM，远东资信整理

安顺市共有平台 8 家，其中地市级平台 5 家、区县级平台 3 家。从主体级别来看，AA/AA-/A+ 分别为 5、2、1 家，AA 级较多。

安顺市有地市级平台 5 家：安顺市城市建设投资有限责任公司（以下简称“安顺城投”）、安顺投资有限公司（以下简称“安顺投资”）、安顺市工业投资股份有限公司（以下简称“安顺工投”）、安顺市国有资产管理有限公司（以下简称“安顺国资”）、安顺市交通建设投资有限公司（以下简称“安顺交投”）。其中安顺投资为安顺市重要的投融资及市政建设主体，安顺国资为安顺市国有资产运营管理、城市基础设施项目建设主体，安顺交投为安顺市重要的交通基础设施投资建设主体，安顺城投为安顺市重要的基础设施建设投融资与运营主体；安顺工投主要负责安顺市多个工业园区的基础设施建设及铝的生产、加工及销售。

值得注意的是，2022 年 6 月，基于安顺国资存在借款逾期，因对外担保违约导致公司多次列入被执行人名单且已被列为失信被执行人，对外担保规模较大，未来仍存在很大或有负债风险，中证鹏元给予公司负面展望，截至目前，安顺国资最新外部评级仍保持 AA 负面（2023 年 6 月）。2023 年 8 月安顺投资被列入失信被执行人。安顺工投 2023 年 6 月被列入失信被执行人。截至 2022 年底安顺交投对外担保余额合计 13.42 亿元，部分担保已逾期或展期，公司均尚未代偿；截至 2023 年 5 月底，安顺交投涉诉非标逾期案件共 6 件，其中尚未达成和解的非标涉诉案件 2 件，标的金额合计为 3.09 亿元；公司已达成和解的非标涉诉案件执行情况差。

安顺市有区县级平台 3 家：安顺市西秀区黔城产业股份有限公司（以下简称“西秀产业”）、安顺市西秀区工业投资集团有限公司（以下简称“西秀工投”）、普定县夜郎国有资产投资运营有限责任公司（以下简称“普定国资”）。

西秀产业是西秀区重要的城市基础设施建设和保障性住房建设投融资主体，主要承担保障性住房和市政基础设施的建设、投融资、运营等业务。中诚信基于 2020 年以来，西秀区财政实力降幅明显且近几年持

续下滑；公司货币资金对短期债务的覆盖能力低，面临较大的偿债风险；面临较大的或有负债风险以及涉诉较多且已被纳入失信被执行人名单将西秀产业评级下调至 AA- 负面，2022 年 6 月，中诚信基于 2021 年以来，公司货币资金对短期债务的覆盖能力持续降低，面临较大的偿债风险；资产流动性较弱；涉诉较多且被纳入失信被执行人名单；过往债务履约表现较差且管理水平有待提高；对外担保存在较大的或有负债风险将其信用等级进一步调降至 A+，截至目前西秀产业最新评级为 2023 年 6 月，仍维持 A+ 负面。

西秀工投是西秀区及西秀经济开发区的基础设施代建业务的主要承接方。2022 年 6 月，中证鹏元基于西秀工投存在借款欠息，且多次因借款逾期或对外担保违约导致公司列入被执行人名单，对外担保规模较大，未来仍存在很大的或有负债风险将西秀工投展望调整至负面。

普定国资是普定县的主要城市基础设施建设投融资主体。近年普定县城投平台发生非标违约事件较多，区域信用环境持续弱化。公司多次被列入失信被执行人名单。

2. 毕节市

毕节市共有平台 11 家。从行政级别来看，其中地市级平台 3 家、区县级平台 8 家。从主体级别来看，AA/AA- 分别为 5、6 家。

毕节市有地市级平台 3 家：毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“毕节开投”）、毕节市建设投资有限公司（以下简称“毕节建投”）和毕节市信泰投资有限公司（以下简称“毕节信泰”）。毕节信泰是毕节市的投融资建设主体，从事南部新区、金海湖新区、大方县、金沙县和百里杜鹃管理区的基建和土地整理工作，同时运营毕节市公交、金融服务、景区和商品销售等业务。毕节开投为是毕节市主要城投平台，从事基础设施的施工与运营、保障性住房建设、地区内道路、市区交通运输、城市供水等业务的投资和运营。毕节建投是毕节市基础设施建设主体，公司业务为基础设施建设项目，区域专营性较强。

表 3：毕节市平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
毕节市开源建设投资(集团)有限公司	毕节市	AA（负面）	0.00	728.93	46.75	18.27
毕节市建设投资有限公司	毕节市	AA（负面）	3.46	394.85	60.34	
毕节市信泰投资有限公司	毕节市	AA	15.00	757.07	54.69	26.23
毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	七星关区	AA-	25.00	169.12	54.24	13.25
毕节市安方建设投资(集团)有限公司	赫章县	AA-	7.20	167.75	68.82	
金沙县建设投资集团股份有限公司	金沙县	AA	14.10	167.08	36.40	4.71
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	七星关区	AA-（负面）	12.10	220.65	34.58	8.60
毕节市德溪建设开发投资有限公司	七星关区	AA-（负面）	2.10	207.12	35.51	4.23
金沙县路桥工程投资股份有限公司	金沙县	AA	1.66	102.07	29.45	
毕节市天河城建开发投资有限公司	七星关区	AA-	4.80	126.53	47.27	4.44
大方县建设投资有限公司	大方县	AA-	1.10	65.16	45.59	1.67

资料来源：DM，远东资信整理

其中，2021 年，中证鹏元将毕节开投作为担保人的评级展望调整至负面，2023 年 4 月被列入失信被执行人名单。2023 年，中证鹏元基于毕节建投存在多笔被执行信息，本部 and 子公司企业信用报告中均存在逾期债务，未结清信贷中存在多笔关注类贷款记录，对外担保金额较大，部分被担保方存在被执行信息，公司存在很大的或有负债风险等将其评级展望调整至负面。

毕节市有区县级平台 8 家：其中七星关区有 4 家平台，分别为毕节市碧海新区建设投资有限责任公司（以下简称“碧海建投”）、毕节市七星关区新宇建设投资有限公司（以下简称“新宇建设”）、毕节市德溪建设开发投资有限公司（以下简称“德溪建设”）和毕节市天河城建开发投资有限公司（以下简称“天河城建”）。新宇建设是七星关区重要的基础设施建设主体，主要负责七星关区道路、棚户区改造等基础设施建设工程、土地整理业务；德溪建设主要涉及七星关区内德溪新区的城市基础设施工程建设；碧海建投是七星关区内重要的基础设施建设和投融资主体，主要负责区域内道路工程、棚户区改造和安置房建设等基础设施项目建设；天河城建主要包括七星关区内城市基础设施和公益设施投资、环保项目的投资等。近年来，七星关区区域内城投公司信用风险事件频发，作为借款方或债务担保方无力偿还债务导致企业被起诉执行的情况时有发生。

其中，2021 年 7 月，中证鹏元将碧海建投信用展

望调整为负面，2022 年 6 月，下调其评级至 AA- 稳定，2023 年 6 月，进一步调整其信用展望至负面。（相关报告未披露）。同时碧海建投三年内两次被纳入失信被执行人名单。中证鹏元基于德溪建设存在较大规模逾期债务，未结清信贷中存在多笔不良及关注类贷款记录，短期债务偿付压力很大；公司获现能力很差，资金压力较大，资产流动性较弱，亦存在很大的或有负债风险等风险因素将德溪建设信用等级调降至 AA-，2023 年 6 月，中证鹏元基于公司短期偿债压力较大，多笔借款未按约定足额偿付，未来债务偿付具有不确定性进一步调整其展望为负面。中证鹏元基于天河城建企业信用报告中存在较大规模逾期债务，未结清信贷中存在多笔关注类贷款记录、募投项目未来进度及实现收益存在一定的不确定性、资产流动性较弱、面临较大的资金压力、存在很大的或有负债风险等因素将天河城建信用级别下调至 AA-；截至目前天河城建最新外部评级维持 AA- 稳定。

金沙县有 2 家平台，分别为金沙县建设投资集团股份有限公司（以下简称“金沙建投”）、金沙县路桥工程投资股份有限公司（以下简称“金沙路桥”）。赫章县、大方县各自有一个平台，分别为毕节市安方建设投资集团有限公司和大方县建设投资有限公司。

金沙建投主要从事市政基础设施建设业务；金沙县路桥工程投资股份有限公司主要从事金沙县范围内的道路建设及维护、基础设施委托建设业务等。

3. 贵阳市

表 4：贵阳市平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
贵州高科控股集团股份有限公司	贵阳高新技术产业开发区	AA	18.80	428.95	59.92	33.45
贵阳经济开发区城市建设投资(集团)股份有限公司	贵阳经济技术开发区	AA	21.44	592.25	46.18	16.96
贵阳经济技术开发区贵合投资发展有限公司	贵阳经济技术开发区	AA	4.50	242.59	42.28	7.46
贵州贵安发展集团有限公司	贵安新区	AA+	319.07	2712.25	50.08	80.60
贵安新区产业发展控股集团有限公司	贵安新区	AA	20.00	323.86	48.26	24.79
贵阳产业发展控股集团有限公司	贵阳市	AAA	61.00	3797.07	54.85	406.71
贵阳市城市建设投资集团有限公司	贵阳市	AAA 东方金/AA+中诚信	131.28	2020.86	55.81	85.57
贵阳市公共交通投资运营集团有限公司	贵阳市	AA+	20.00	761.07	42.29	35.36
贵阳市投资控股集团有限公司	贵阳市	AA+	27.00	859.76	31.81	25.88
贵阳铁路建设投资有限公司	贵阳市	AA	10.30	141.45	30.40	5.89
贵阳南明投资(集团)有限责任公司	南明区	AA	9.00	443.20	61.20	29.51
贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司	云岩区	AA	9.80	314.07	41.15	29.79
贵阳白云工业发展投资有限公司	白云区	AA（负面）	5.40	226.38	58.51	4.42
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	白云区	AA（负面）	11.08	350.32	58.79	10.88
息烽县城市建设投资有限公司	息烽县	AA-	4.80	270.64	62.31	7.47
清镇市建设投资(集团)股份有限公司	清镇市	AA	14.00	283.13	56.63	26.59
贵阳观山湖投资(集团)有限公司	观山湖区	AA	3.20	697.74	51.42	34.29
贵阳泉丰城市建设投资有限公司	乌当区	AA	20.85	246.50	69.06	19.99
贵阳泉丰文化产业投资股份有限公司	乌当区	BB+	3.78	20.34	63.82	
贵州乌当经济开发区建设投资开发有限公司	乌当区	AA	9.00	174.41	27.10	10.54
贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司	双龙港区	AA+（负面）	45.50	1732.79	52.26	60.23
贵州双龙航空港置业有限公司	双龙港区	AA（负面）	10.00	824.94	65.59	24.72

资料来源：DM，远东资信整理

贵阳市内共有国家级经开区平台 2 家：贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司（以下简称“贵阳经开城投”）、贵阳经济技术开发区贵合投资发展有限公司（以下简称“贵合投资”）；国家级高新区平台 1 家：贵州高科控股集团股份有限公司（以下简称“贵州高科”）。

贵阳国家高新技术产业开发区（以下简称“贵阳高新区”）是国家级高新技术产业开发区，1992 年 11 月经国务院批准设立，是贵州省大数据产业发展集聚区和“1+8”开放创新平台之一。2022 年贵阳高新区一般公共预算收入为 15.77 亿元。贵州高科是贵阳高新区重要的投资建设主体，从事土地整理、基础设施及保障房建设、园区地产开发等业务。

贵阳经济技术开发区（以下简称“贵阳经开区”）位于贵阳市南部，处于泛珠经济合作区域腹地及国家确定的南贵昆经济带和贵州黔中产业带的核心区域。贵阳

经开区始建于 1993 年 3 月，2000 年 2 月经国务院批准升格为贵州省首个国家级经济技术开发区。2022 年贵阳经开区实现一般公共预算收入 15.08 亿元，同比小幅增长，主要受留抵退税因素影响，税收收入占比大幅下降至 69.27%，财政平衡率亦下降至 60.93%。贵阳经开区整体债务压力大，区域内城投企业的融资主要依赖银行渠道，非标和直融亦有一定占比，区域内企业债券市场净融资额为负，发行利率处于较高水平，整体再融资环境弱。贵阳经开城投为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体。贵合投资主要负责贵阳经开区内部分市政基础设施、安置房和土地开发整理等业务。

贵阳市有地市级平台主要包括贵阳产业发展控股集团有限公司（以下简称“贵阳产控集团”）、贵阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“贵阳城建投资”）、贵阳市投资控股集团有限公司（以下简称“贵阳投控”）、贵阳市公共交通投资运营集团有限公司（以

以下简称“贵阳公交投资”）、贵阳市投资控股集团有限公司（以下简称“贵阳投控”）和贵阳铁路建设投资有限公司（以下简称“贵阳铁投”）。

贵阳产控集团定位于综合性国有资本运营和国有资本投资公司，承担了贵阳市深化国有企业改革、整合城市运营资源、提升城市综合服务能力等职能。贵阳城建投资存续外部级别有 AA+ 中诚信 /AAA 东方金诚，公司系贵阳市重要的城市基础设施建设主体，承担贵阳市大部分城区市政道路、桥梁等基础设施及学校、医院、康复中心等社会公共服务设施的投融资和建设任务。贵阳公交投资为贵阳市重要的城市轨道交通建设主体。贵阳投控为贵阳市投资控股平台，开展不动产开发、资产运营和战略新兴板块。贵阳铁投定位为贵阳市市域快速铁路建设主体。

贵阳市有区县级平台中，南明区、云岩区、息烽县、清镇市、观山湖区均存在一个发债平台，级别以 AA 为主。乌当区平台企业主要有三家，级别以 AA 为主。白云区存续两家平台，其中贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”）主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务，贵阳白云城市建设投资集团有限公司（以下简称“白云城投”）主要负责白云区产业相关基础设施建设、棚户区改造。值得注意的是，白云工投因本部出现票据逾期等事项，中证鹏元于 2023 年 6 月将其评级展望调至负面。白云城投因出现信贷及票据逾期等不良信用记录，中证鹏元于 2023 年 6 月将其评级展望调至负面。

贵州双龙航空港经济区（以下简称“双龙港区”）原名贵州双龙临空经济区，位于贵阳市东南部，于 2014 年 10 月 17 日正式设立，2015 更至现名。双龙港区国库于 2018 年 3 月 1 日起正式运行，2022 年双龙港区实现一般公共预算收入 12.96 亿元，同口径下降 3.73%。其中税收收入 9.45 亿元，同口径下降 18.48%。截至 2022 年末，双龙港区地方政府债务余额为 89.02 亿元。

双龙港区共有 2 家平台企业，分别为贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司（以下简称“双龙港开

投”）和贵州双龙航空港置业有限公司（以下简称“双龙空港置业”），平台企业负面事项较多，存在一定信用风险。

2023 年 6 月，中诚信基于双龙港开头债务规模持续高企，可用货币资金保有量不足，面临很大的短期偿债压力；资金沉淀规模较大，回款情况需持续关注，同时受融资环境紧张影响，金融机构对在建项目贷款投放力度有所减弱，待投资资金到位存在不确定性；此外公司过往债务履约情况较差，子公司作为委托代建单位被诉，纳入被执行人名单等因素将其评级展望调整为负面。

双龙空港置业历史外评尚未公开披露，2023 年 6 月，联合资信将双龙空港置业评级展望调整为负面，截至目前其存续外部级别为 AA 负面。2023 年 8 月，怀来县人民法院将其列为失信被执行人。根据公开信息披露，截至 2023 年八月末，双龙空港置业票据承兑逾期余额 1.25 亿元，累计逾期发生额 1.73 亿元。

4. 六盘水市

六盘水市共有平台 18 家。从行政级别来看，有地市级平台 7 家、区县级平台 11 家。从主体级别来看，AA/AA-/A+ 分别为 12、4、2 家，六盘水市城投公司 AA 级较多。

六盘水市有地市级平台 6 家：六盘水市民生产业投资集团有限责任公司（简称“六盘水民生”）、六盘水市交通投资开发有限责任公司（以下简称“六盘水交投”）、六盘水市开发投资有限公司（以下简称“六盘水开投”）、六盘水市农业投资开发有限责任公司（以下简称“六盘水农投”）、六盘水市水利开发投资有限责任公司（以下简称“水利开投”）、六盘水市旅游文化投资有限责任公司（简称“六旅文投”）。

六盘水民生是六盘水市重要的保障房、棚户区改造项目实施主体及基础设施建设主体，六盘水市棚户区改造贷款的重要承接主体；六盘水交投为六盘水市重要的交通基础设施建设主体；六盘水农投是六盘水市投融资平台之一，主要负责六盘水市农业相关基础设施建设；六盘水开投主要经营范围为项目开发、项目管理建设、项目代建和资产管理，土地开发与整理。水利开投

表 5：六盘水市平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
六盘水市民生产业投资集团有限责任公司	六盘水市	AA	32.12	634.30	44.54	13.49
六盘水市农业投资开发有限责任公司	六盘水市	AA-	2.80	77.56	66.76	1.62
六盘水市开发投资有限公司	六盘水市	AA（负面）	2.00	373.56	46.98	6.34
六盘水市交通投资开发有限责任公司	六盘水市	AA	20.80	305.04	38.94	9.27
六盘水市旅游文化投资有限责任公司	六盘水市	AA	5.40	110.22	41.98	
六盘水市水利开发投资有限责任公司	六盘水市	AA	3.00	122.85	39.66	1.98
贵州省盘州市红腾开发投资有限公司	贵州红果经济开发区	AA	14.30	208.24	43.47	4.09
贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	贵州红果经济开发区	AA-	3.40	214.57	44.46	4.09
贵州宏财投资集团有限责任公司	盘州市	AA	16.16	713.98	42.22	38.58
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	水城区	A+（负面）	6.00	175.96	63.33	4.93
六盘水市钟山区城市建设投资有限公司	钟山区	AA	10.00	414.22	39.66	16.25
贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	盘州市	A+（负面）	8.50	109.45	52.98	5.97
贵州钟山开发投资(集团)有限责任公司	钟山区	AA-	14.40	256.55	56.37	6.00
六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司	水城区	AA-	4.62	140.81	55.77	12.39
贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	钟山区	AA-	5.50	146.73	53.97	4.39
六枝特区水务有限责任公司	六枝特区	AA-	2.80	81.60	40.88	6.69
贵州水城水务投资有限责任公司	水城区	AA-	12.00	177.96	24.36	6.56
六盘水梅花山旅游文化投资有限公司	钟山区	AA	6.75	128.58	44.16	0.58

资料来源：DM，远东资信整理

是六盘水市最主要的供水、污水处理和水利管网安装企业以及六盘水市重要的水利工程建设主体。六旅文投是市级文旅产业政府平台公司。六盘水农投主要负责特色农产品市场流通体系建设、农业产业融资担保。

六盘水市有区县级平台 12 家：贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（简称“红果经开”）、贵州省盘州市红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾投资”）、贵州宏财投资集团有限责任公司（以下简称“贵州宏财”）、贵州钟山开发投资（集团）有限责任公司（以下简称“钟山开投”）、贵州水城水务投资有限责任公司（以下简称“水城水务”）、六盘水市钟山区城市建设投资有限公司（以下简称“钟山城投”）、贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司（以下简称“攀登开投”）、贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司（以下简称“水城高科”）、六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司（以下简称“水城城投”）、六枝特区水务有限责任公司（以下简称“六枝水务”）、贵州盘州旅游文化投资有限责任公司（以下简称“盘州旅投”）和六盘水梅花山旅游文化投资有限公司（以下简称“梅旅投资”）。

盘州市主要平台共 4 家，其中贵州红果经济开发区（两河新区）（以下简称“红果经开区”）包含红果经开和红腾投资，市本级包含贵州宏财和盘州旅投。红果经开为红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，红腾投资为红果经开区的主要基础设施建设主体。贵州宏财为盘州市主要的基础设施建设、土地出让主体，盘州旅投为盘州市旅游景区基础设施建设及旅游景区运营主体。

其中，红果经开因公司面临重大诉讼风险、或有负债风险较大、偿债压力很大、募投项目建设进度滞后等因素，联合资信于 2023 年 6 月将其信用等级下调至 AA- 稳定。红腾投资最新评级时间为 2020 年 10 月，公司 2023 年 7 月被列入失信被执行人名单。贵州宏财三年内两次被纳入失信被执行人名单。东方金诚于 2021 年 6 月将盘州旅投信用等级调减至 A+ 负面（未披露报告）。

钟山区有 4 家平台，其中钟山城投主要负责钟山区的基础设施建设等业务、钟山开投主要负责钟山区基础设施建设和土地整理等业务；攀登开投主要负责部

分园区内基础设施建设、土地开发于整理、旅游景区的开发与运营等。梅旅投资主要负责六盘水梅花山景区基础设施建设等。

其中，2021 年 6 月，中证鹏元基于钟山区信用环境恶化，公司融资难度加大，未来钢材外贸业务经营存在较大不确定性，资产流动性较弱，面临较大的代偿风险、资金压力和极大集中偿债压力，公司涉诉被列入被执行人名单等风险因素，将攀登开投信用等级调减至 AA- 稳定。2022 年 6 月中证鹏元 / 大公国际基于钟山区信用环境恶化，融资难度加大，公司存在债务逾期和欠息情况，面临很大的偿债压力和或有负债风险，资产流动性较弱，资本支出压力较大等风险因素将钟山开投信用等级调减至 AA- 稳定。

水城区有三家平台。水城水务是水城县主要的基

础设施建设及运营主体，拓展涉水产业和非水产业。水城高科是水城经济开发区基础设施建设主体之一。水城城投主要从事水城区棚户区改造和市政基础设施建设业务。其中水城高科多次被调降级别，截至目前，其最新存续级别为 A+ 负面。水城城投因存在非标逾期，面临很大短期偿债压力和或有负债风险，审计报告存在“与持续经营相关的重大不确定性”事项段，涉诉和被执行人信息较多，且被列为失信被执行人等事项被中证鹏元与 2023 年 6 月调降至 AA- 稳定。水城水务存在风险事项，被多次调降级别，最新评级为 2023 年 6 月 AA- 负面。

此外，钟山城投、钟山开投、攀登开投、梅旅投资、水城水务、水城城投和水城高科三年内多次被列入失信被执行人名单。

5. 黔东南苗族侗族自治州

表 6：黔东南苗族侗族自治州平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
黔东南州开发投资(集团)有限责任公司	黔东南苗族侗族自治州	AA	17.90	474.33	55.80	32.31
黔东南州交通旅游建设投资(集团)有限责任公司	黔东南苗族侗族自治州	AA	13.90	264.54	53.67	26.04
黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司	黔东南苗族侗族自治州	AA(负面)	8.40	401.55	48.31	4.79
凯里市中筑容建交通建设工程有限公司	黔东南苗族侗族自治州	AA	6.50	156.68	39.03	3.63
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	黔东南苗族侗族自治州	AA(负面)	4.20	244.97	42.50	4.34
贵州省凯里城镇建设投资有限公司	凯里市	AA	8.60	387.89	48.37	5.09
贵州思州润峰建设投资(集团)有限公司	岑巩县	A+	2.80	74.30	59.69	4.99
凯里正源城镇建设发展有限责任公司	凯里市	AA	10.00	130.52	14.74	0.82
凯里市文化旅游产业投资发展股份有限公司	凯里市	AA(负面)	6.00	120.41	41.19	2.24

资料来源：DM，远东资信整理

黔东南苗族侗族自治州共有平台 9 家，其中地市级平台 5 家、区县级平台 4 家。从主体级别来看，AA/A+ 分别为 8、1 家，主体信用评级以 AA 级为主。

黔东南州开发投资集团有限责任公司是黔东南州重要的城投平台，负责整合全州资源，专注于交通运输、建筑工程、农业及水力水电领域的投资与建设。黔东南州交通旅游建设投资集团有限责任公司是黔东南州交通、城市基础设施建设的主要投融资主体，并对州内部分土地进行一级开发。黔东南州凯宏城市投资运营集团有限责任公司（简称“凯宏城投”）、是黔东南州重要的城市基础设施建设与城市开发建设的投融资与

国有资产运营平台。凯里市中筑容建交通建设工程有限公司承担了凯里市大量的交通基础设施建设工程项目。贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司（简称“开元城投”）是黔东南高新区和凯里 - 麻江城市总体规划中心区域唯一基建和运营主体。

其中，东方金诚 2021 年 8 月起，主要基于凯宏城投子公司开元城投面临较大的短期偿债压力；公司总体债务管理能力较弱，再融资能力或将受到不利影响将凯宏城投信用展望调至负面。联合资信于 2022 年 6 月，基于开元城投短期偿债压力大、非标类融资产品存在逾期、公司存在失信被执行记录、存在较大的或有负债风

险等将开元城投信用展望调至负面。

凯里市级平台方面，贵州省凯里城镇建设投资有限公司（简称“凯里城投”）是凯里市最重要的投融资主体，凯里正源城镇建设发展有限责任公司（以下简称“凯里正源”）为凯里市重要建设主体；凯里市文化旅游产业投资发展股份有限公司（简称“凯里文旅投”）

是凯里市主要的旅游产业配套建设和运营主体。其中，凯里文旅投于 2021 年 6 月被中诚信调整评级展望为负面。此外，凯里城投、凯里正源和凯里文旅投三年均存在失信被执行记录。

6. 黔南布依族苗族自治州

表 7: 黔南布依族苗族自治州平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
贵州剑江控股集团有限公司	黔南布依族苗族自治州	AA	6.40	1076.66	62.94	
黔南州投资有限公司	黔南布依族苗族自治州	AA(负面)	20.18	928.00	59.62	27.97
黔南州国有资本营运有限责任公司	黔南布依族苗族自治州	AA(负面)	4.00	234.10	32.76	13.50
贵州省珠江源实业集团有限责任公司	黔南布依族苗族自治州	AA	2.00	135.47	29.31	3.20
贵州省长顺县国有资本营运有限责任公司	长顺县	AA	4.20	129.17	35.80	5.57
贵州花竹山置业有限责任公司	瓮安县		5.00	92.84	57.77	4.51
贵州西南交通投资实业集团有限公司	独山县		5.47	204.06	51.68	6.09

资料来源：DM，远东资信整理

黔南布依族苗族自治州共有平台 7 家。从行政级别来看，有地市级平台 4 家、区县级平台 3 家。从主体级别来看，AA/ 无评级主体分别为 5/2 家，黔南布依族苗族自治州城投主体评级主要集中在 AA。

贵州剑江控股集团有限公司（简称“剑江控股”）是黔南州基础设施建设的重要主体，主要经营市政道路、保障性住房、桥梁、供排水管网等项目。黔南州投资有限公司（简称“黔南投”）是黔南州重要的基础设施建设实体，主要负责黔南州道路、产业园区、保障房、人居环境改造等基础设施项目的投融资及建设。其中剑江控股发生过非标违约事项，2021 年起黔南投被调整信用展望至负面，此外，黔南投及其子公司被多次列入

失信被执行人名单。

黔南州国有资本营运有限责任公司（简称“黔南国资”）主要在黔南州从事城市基础设施建设、担保和房地产开发等业务，因其或有负债风险很大，重要子公司因债务逾期被列为被执行人和失信被执行人，公司偿债压力和流动性压力加大，2023 年中证鹏元将其信用展望调整为负面。

贵州西南交通投资实业集团有限公司作为黔南州设立在独山县重要的基础设施项目投资建设的主体，公司三年内存在多次失信被执行记录且存在非标违约事项，

7. 黔西南布依族苗族自治州

表 8：黔西南布依族苗族自治州平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
黔西南州水资源开发投资(集团)有限公司	黔西南布依族苗族自治州	AA	24.80	235.21	51.38	9.57
黔西南州城市建设投资(集团)有限公司	黔西南布依族苗族自治州	AA	26.20	204.40	45.86	21.69
黔西南州兴安开发投资股份有限公司	兴义市	AA	26.20	407.05	67.19	6.00
贵州金凤凰产业投资有限公司	兴仁市	AA	8.00	231.93	54.45	59.87
兴义市信恒城市建设投资有限公司	兴义市	AA	8.00	321.99	49.61	
贵州新东观城市建设投资有限责任公司	晴隆县	AA	3.20	117.13	44.97	6.33
贵州东湖新城市建设投资有限公司	兴仁市	AA-(负面)	12.70	202.54	63.26	1.50
安龙县宏源国有资产经营有限责任公司	安龙县	AA-	9.40	124.05	67.15	5.15

资料来源：DM，远东资信整理

黔西南布依族苗族自治州共有平 8 家，有地市级平台 2 家、区县级平台 6 家。从主体级别来看，AA/AA- 分别为 6、2 家，AA 级较多。

黔西南州城市建设投资（集团）有限公司承担全州范围内基础设施建设、安置房等项目的投融资和建设业务，地位重要性较高；黔西南州水资源开发投资有限公司是黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体及水务领域龙头企业，负责了兴义市以外区域的水利基础设施建设以及兴义市、贞丰县以外区域的自来水供应。

区县平台方面，兴义市、兴仁市分别有两个平台。其中，黔西南州兴安开发投资股份有限公司是兴义市重要的基础设施建设主体，承担义龙新区片区多个重点项目建设任务；兴义市信恒城市建设投资有限公司公司作

为兴义市重要的基础设施建设主体，承担了区域内大量基建项目的投资建设任务。

贵州金凤凰产业投资有限公司公司主要承接兴仁市本级、工业园区的基础设施建设项目，同时下辖子公司登高新材料开展电解铝销售业务。贵州东湖新城市建设投资有限公司（以下简称“东湖建投”）主要负责黔西南州兴仁市城市基础设施项目的投融资、建设运营和管理，东湖建投自 2021 年 7 月主要因公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，未按时偿还金融债务，且存在较大的或有负债风险等因素被调整评级展望至负面，后因公司逾期债务规模较大，存在多笔诉讼等因素其信用等级被调整至 AA- 负面。

8. 遵义市

表 9：遵义市平台运行概况

主体	行政级别	主体信用等级	债券余额	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
遵义市新区开发投资有限责任公司	遵义市	AA	4.20	942.23	47.70	
遵义文旅投资(集团)有限公司	遵义市		92.44	1141.96	62.27	18.29
遵义市投资(集团)有限公司	遵义市	AA+	69.05	778.57	62.46	32.56
遵义道桥建设(集团)有限公司	遵义市	AA+	166.96	1649.96	49.55	
遵义市新蒲发展集团有限责任公司	遵义市	AA+	7.30	391.19	57.01	36.36
遵义市国有资本运营有限公司	遵义市	AA	7.00	367.43	55.47	10.70
遵义鑫晟投资有限责任公司	遵义市		1.42	15.08	91.68	
遵义市湘江投资(集团)有限公司	遵义市	AA-	7.90	283.42	58.71	
遵义文旅产业发展(集团)有限公司	遵义市		0.00	141.12	48.19	0.58
贵州新蒲经济开发投资股份有限公司	遵义市	AA-	2.70	281.44	51.85	16.94
贵州遵义物流开发投资有限公司	遵义市		0.26	111.90	52.57	2.75
仁怀市水务投资开发有限责任公司	仁怀市	AA	32.80	352.84	41.93	13.25
仁怀市城市建设投资经营有限责任公司	仁怀市	AA+	58.76	424.14	57.93	15.53
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	仁怀市	AA	8.40	122.62	38.76	14.79
遵义市汇川区娄海情旅游发展投资有限公司	汇川区	AA	20.00	163.59	47.92	7.88
遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司	播州区	AA	7.00	89.09	32.61	0.92
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	红花岗区	AA-	1.38	391.44	68.15	19.02
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	汇川区	AA	4.86	374.30	52.46	
遵义经济技术开发区投资建设有限公司	汇川区	AA	26.82	301.52	53.52	9.07
赤水市城市建设投资经营有限公司	赤水市	AA-	6.00	110.41	38.90	4.15
遵义市播州区交通建设投资有限公司	播州区	AA-	9.65	115.99	39.48	5.69
遵义市播州区城市建设投资经营(集团)有限公司	播州区	A+	4.40	322.15	51.62	1.22
遵义市红花岗区国有资产投资经营有限责任公司	红花岗区	AA	7.00	128.14	60.94	
遵义和平投资建设有限公司	播州区	AA-	5.30	95.99	28.35	2.47

资料来源：DM，远东资信整理

遵义在贵州省内经济体量在贵阳之后，但近年来，遵义市亦是城投平台非标舆情爆发最多的地市，对区域的整体信用情况造成较大冲击。截至目前，遵义市共有城投平台 24 家，其中市级平台 11 家，包含 AA+ 平台

三家；区县级平台 13 家，包含 AA+ 平台一家，其他亦 AA 和 AA- 平台为主。

遵义道桥建设（集团）有限公司为遵义市级核心的城投平台，主要业务包括工程施工、工程代建（基础

设施建设)、房地产、土地整理,2022年末,遵义道桥发布公告称对银行贷款重组,涉及债务规模155.94亿元,重组后银行贷款期限调整为20年,前10年仅付息不还本,后10年分期还本。2021年,联合将公司评级展望调整为负面,2022年,鹏元亦将公司评级展望调整为负面。

遵义市投资(集团)有限责任公司为遵义市市级四大国有企业集团之一,属主要平台,所获政府扶持较大,目前业务涵盖土地整理、基建、棚改、水务等多种业务,最大业务收入还是来自于代建业务。2022年8月,因公司对外担保逾期被列入失信被执行人及新增关注类不良信息,联合将公司评级展望调整为负面。

遵义交旅投资(集团)有限公司为遵义市的交通旅游平台,业务较杂,近年逐渐转型市场化业务。工程代建业务自巷口至三和一级公路建设项目和赤水河谷项目两大项目完工后,规模逐步压降。运输及物流服务板块主要业务由客货运及物流服务、机场运输收入构成。公司旗下拥有5条收费高速公路,收费最早到期时间为2033年9月,业务可持续性较好。截至22年末,公司对外担保70.4亿,对象主要包括遵义道桥集团、四川公路桥梁建设集团、遵义经开区投建、遵义市新蒲发展集团等,以上资质均很弱,涉及多条执行信息,或有风险大。公司公益性业务规模压缩,资产质量一般,短期偿债能力较弱,对外担保规模较大且被担保方资质弱,区域负面舆情频发,公司整体资质弱。2022年6月,联合和中诚信均将公司评级展望调整为负面。

遵义市新区开发投资有限责任公司是遵义市新蒲新区的主要平台,实际控制人为遵义市人民政府,主要从事新蒲新区的土地整理业务及代建管理业务。受区域舆情、公司被担保方非标风险事项以及公司自身涉诉、被执行人等因素影响,2022年6月,大公将公司评级展望调整为负面。

遵义市国有资本运营有限公司是遵义市的次要平台,遵义市国资委为公司的唯一股东和实际控制人。公司主营业务的类公共事务业务性质极小,多侧重于电梯销售业务、辣椒销售、经营性物业等板块布局,电梯业

务为公司主要的收入来源。2022年1月,联合将公司评级展望调整为负面。

遵义市湘江投资(集团)有限公司为市次级平台,主要负责红花岗区部分区域的基础设施建设等业务;公司资金被占用较为严重、资产流动性较弱;短期偿付压力较大,货币资金对短期债务的保障程度明显下降;存在较大的担保代偿风险;公司所处的遵义市及红花岗区融资环境趋于恶化,且公司涉诉较多并被列为失信被执行人,再融资能力受到不利影响;遵义市存在多家基础设施建设主体,公司可获得的外部支持相对有限。2021年12月,东方金诚将公司评级展望调整为负面;2022年6月,将公司信用级别下调至AA-,评级展望为负面。

遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司是贵州省遵义市红花岗区主要平台,实控人为遵义市红花岗区财政局,负责红花岗区的城市道路、棚户区改造等基建业务。公司所处区域再融资环境差,公司资金压力和短期偿债压力大,公司涉诉较多且依然被列为失信被执行人,信用风险已经逐步暴露,资质恶化严重。2021年6月,东方金诚和鹏元均将公司评级展望调整为负面;2022年6月,东方金诚和鹏元建将公司评级级别下调为AA-。

遵义经济技术开发区投资建设有限公司是贵州省遵义市汇川区主要平台,实控人为遵义经开区管委会,负责遵义经开区范围内的基础设施及保障房建设、供水、物业服务、融资担保、小额贷款及文化传媒等业务。22年末公司对外担保金额为54.01亿元,被担保对象全部为遵义市汇川区内其他国有企业,其中汇川城投及遵义市汇川区海情旅游发展投资有限公司已被列为失信被执行人,公司对其担保金额为46.43亿元。截至23年6月,公司被执行记录9笔,金额合计13.92亿元,失信被执行记录7笔,其中6笔由于作为汇川城投融资的担保方而被列入失信被执行人。22年城投成色为92.66%,占比较高且较21年变化不大。整体看,区域再融资环境弱,公司债务压力较大,且被列为被执行人,信用资质弱。2023年6月,东方金诚将公司评级展望调整为负面。

遵义市播州区城市建设投资经营(集团)有限公司

为播州区主要平台，实控人是播州区人民政府，主要负责区域内基建和保障房建设。2021-2022 年，公司已连续两年被出具带强调事项段的审计意见，表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。经营方面，受涉诉事项影响，公司业务的稳定性和持续性预计将持续弱化，后续持续经营存在一定不确定性。2020 年 7 月，中诚信将公司评级展望调整为灰暗；2021 年 6 月，中诚信将公司级别下调为 AA-，评级展望为负面；2022 年 6 月，中诚信继续将公司信用级别下调为 A+，评级展望为负面。

遵义和平投资建设有限公司是遵义市一般平台，实控人为遵义市政府，主要承担贵州苟江经济开发区的基建业务。截至 2023 年 5 月末，公司对外担保金额合计 36.86 亿元，占 22 年末净资产的比值为 53.58%，担保规模较大，担保对象均为播州区国有企业，存在 3

笔借款担保逾期，公司因承担连带担保责任被贷款金融机构起诉，诉讼金额合计 4.64 亿元，多个对外担保对象存在被执行信息，涉及担保金额合计 2.88 亿元。此外，截至 23 年 4 月末，由于向中泰信托的逾期未偿付借款金额合计 3.17 亿元无法偿还，公司大部分账户已被冻结，法定代表人已被限制消费，且未来很可能被执行包括查封、扣押、冻结相当价值的其他资产等进一步措施。2021 年 3 月，鹏元将公司评级展望调整为负面；2022 年 6 月，鹏元将公司评级下调为 AA-；2023 年 6 月，鹏元将公司评级展望调整为负面。

仁怀市依托白酒产业，区域经济在遵义市中发展情况良好，目前有三家存续平台，其中 AA+ 一家，AA 两家。

9. 铜仁市

表 10：铜仁市平台运行概况

公司名称	债券余额	主体评级	平台地位	总资产(亿元)	资产负债率(%)	主营收入(亿)
贵州省铜仁市城市交通开发投资集团股份有限公司	14.40	AA	核心平台	574.09	53.34	8.22
贵州省铜仁市交通旅游开发投资集团有限公司	10.00	AA	重要平台	178.98	81.49	5.99
铜仁市国有资本运营股份有限公司	46.74	AA	重要平台	215.84	57.48	5.27
铜仁市九龙地矿投资开发集团有限责任公司	1.00	AA-	重要平台	108.1	67.88	0
铜仁市黔东汇能物流有限公司	4.00	BB+	次要平台	5.89	88.02	0
铜仁水务集团有限公司	8.00	AA	重要平台	158.83	33.87	2.92

资料来源：DM，远东资信整理

铜仁市发债平台均为市级平台，区县级平台市场认可度不高。截至目前，铜仁市市级平台共有 6 家，其中 AA 家平台 4 家，AA- 平台 1 家。

贵州省铜仁市城市交通开发投资集团股份有限公司是贵州省铜仁市的核心综合型城投平台，该公司业务主要涵盖工程建设、供水服务、政府购买服务。

贵州省铜仁市交通旅游开发投资集团有限公司主要从事铜仁市工程施工、棚户区改造、公交运营等业务，其中工程施工为主要收入来源，以道路建设及景区升级改造为主。2023 年 6 月，远东资信将公司评级展望调整为负面。

铜仁市九龙地矿投资开发集团有限责任公司为铜仁市一般平台，是铜仁市重要的土地一级开发主体，也

是铜仁市唯一开展“旱改水”土地整治的主体。公司控股股东于 22 年 3 月由铜仁市城市交通开发投资集团股份有限公司（简称“铜仁城交投”）变更为铜仁市国有资产监督管理局，后于 4 月份再次变更回“铜仁城交投”；截至 21 年末，公司对外担保余额 45.98 亿元，担保比率为 67.82%，担保对象中除了贵州聚丰源矿业有限公司（简称“聚丰源矿业”）为民营企业外，其余均为铜仁市及下辖石阡县国企。聚丰源矿业曾因未能及时偿还贵阳银行借款本息，被列入失信执行人。此外，被担保对象中铜仁梵能移动能源有限公司和铜仁交旅集团桃源开发投资有限公司亦存在被执行事项，公司对外担保存在较大的或有负债风险。整体来看，区域经济发展相对落后、财政自给能力很弱，公司业务收益不明确、财务

表现不佳，整体信用资质偏弱。2022 年 6 月，中诚信将公司评级展望调整为负面；2023 年 6 月，中诚信将公司信用等级下调至 AA-，评级展望为负面。

三、城投负面舆情

贵州城投公司主要集中在贵阳和遵义，区域间信用分层明显。2018 年黔东南州首次出现非标兑付风险后，区域信用风险逐渐向其他地区外溢。2020 年起，遵义、六盘水、毕节、安顺等地非标违约、被执行信息增多等

信用风险加剧，导致除贵阳外，各地均出现评级连续下调行动，尤以遵义信用风险最为突出。

截至目前，贵州存续城投债共涉及 120 家城投公司，从行政层级看，省级 7 家、地市级 49 家、区县级 57 家。其中遵义城投公司最多，共有 24 家。

截至 2023 年 7 月末，贵州省级和贵阳市级平台共有 5 家 AAA；贵州省级和贵阳、遵义市级平台共有 9 家 AA+；其余地区以 AA 和 AA- 为主。

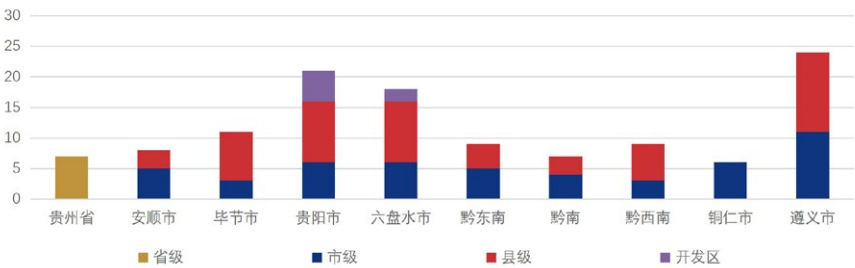


图 5：贵州省各地区城投平台级别分布情况

资料来源：公开资料，远东资信整理

2020～2022 年，贵州城投公司分别发生 1 次、4 次、12 次评级下调、展望下调等负面舆情，涉及 17 个城投公司；2023 年以来，贵州城投公司融资环境进一步恶化，已有 27 次城投平台负面信息，包括评级下调、展望下调、被列入评级观察名单等情况。从区域来看，除省级

和贵阳市外，其他各市均有信用风险暴露情况，尤以遵义、六盘水、毕节和安顺信用风险问题突出，评级下调原因主要为地方财力下滑、经营获现较差、货币资金大幅减少、非标占比较高、再融资压力大、担保对象出现非标违约、非标逾期、贷款展期、被执行人信息激增等。

表 11：2020 年以来贵州城投主要负面舆情汇总

主体	事件类别	发生日期	债券只数	债券余额(亿元)
贵州东湖新城市建设投资有限公司	评级展望下调为负面	2023-07-04	3	19.90
贵阳白云工业发展投资有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-28	4	10.80
六盘水市农业投资开发有限责任公司	债项评级下调	2023-06-28	2	5.60
贵州水城水务投资有限责任公司	主体评级下调	2023-06-28	3	21.00
六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司	主体评级下调	2023-06-26	3	6.74
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	5	22.70
贵州省铜仁市交通旅游开发投资集团有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	1	10.00
黔南州国有资本营运有限责任公司	评级展望下调为负面	2023-06-28	4	8.00
大方县建设投资有限公司	债项评级下调	2023-06-27	2	2.20
毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	2	25.00
贵州双龙航空港置业有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	1	9.00
贵阳高新产业投资(集团)有限公司	债项评级下调	2023-06-28	3	2.32



主体	事件类别	发生日期	债券只数	债券余额(亿元)
贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	推迟评级	2023-06-28	1	5.04
铜仁市黔东汇能物流有限公司	债项评级下调	2023-06-28	1	4.00
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	6	22.16
毕节市安方建设投资(集团)有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-28	2	14.40
遵义经济技术开发区投资建设有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-27	8	30.70
贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	主体评级下调	2023-06-26	4	6.80
铜仁市九龙地矿投资开发集团有限责任公司	主体评级下调	2023-06-26	1	1.00
遵义文旅投资(集团)有限公司	债项评级下调	2023-06-27	19	103.45
贵州省凯里城镇建设投资有限公司	推迟评级	2023-06-26	4	17.20
毕节市德溪建设开发投资有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-25	4	4.20
遵义和平投资建设有限公司	评级展望下调为负面	2023-06-21	2	5.30
遵义市汇川区姜海情旅游发展投资有限公司	债项评级下调	2023-02-23	4	30.00
遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司	债项评级下调	2023-02-23	2	7.00
赤水市城市建设投资经营有限公司	债项评级下调	2023-02-23	2	12.00
六盘水市开发投资有限公司	发行人被列入评级观察名单	2023-01-04	1	2.00
遵义市投资(集团)有限责任公司	评级展望下调为负面	2022-08-31	16	69.05
贵州钟山开发投资(集团)有限责任公司	主体评级下调	2022-06-30	4	28.80
安顺市西秀区黔城产业股份有限公司	主体评级下调	2022-06-29	4	24.49
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	评级展望下调为负面	2022-06-29	6	35.78
安顺市国有资产管理有限公司	评级展望下调为负面	2022-06-28	0	-
遵义市新区开发投资有限责任公司	评级展望下调为负面	2022-06-27	2	8.40
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	主体评级下调	2022-06-27	2	2.76
遵义市湘江投资(集团)有限公司	主体评级下调	2022-06-27	3	12.30
安顺投资有限公司	推迟评级	2022-06-28	1	5.36
黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司	推迟评级	2022-06-24	2	16.80
遵义市红花岗区国有资产投资经营有限责任公司	发行人被列入评级观察名单	2022-06-26	3	7.00
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	评级展望下调为负面	2022-06-24	4	8.40
黔东南州投资有限公司	评级展望下调为负面	2021-08-13	7	25.36
贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	主体评级下调	2021-07-07	3	7.10
贵州剑江控股集团有限公司	推迟评级	2021-06-29	1	6.40
凯里市文化旅游产业投资发展股份有限公司	评级展望下调为负面	2021-06-28	1	6.00
贵州贵龙实业(集团)有限公司	推迟评级	2020-07-30	0	-

资料来源：公开资料，远东资信整理

从贵州城投公司非标违约情况来看，2018 年黔东南州首次出现发债城投公司非标违约事件，随后信用风险向黔南州、六盘水、黔东南州、毕节、安顺、遵义及下辖区县外溢，并向更高行政层级蔓延。根据企业预警通显示，2018 ~ 2022 年，贵州共发生 34 起发债城投公司非标逾期事件，遵义、黔南州问题最为突出。

根据企业预警通显示，2018 ~ 2022 年，贵州共

发生 34 起发债城投公司非标逾期事件，遵义、黔南州问题最为突出。

近年来，由于经济下行压力加大、疫情冲击、房地产市场不景气，以及产业支持力不足等不利因素影响，贵州区域经济增长与财政收入协同效益有所下滑，政府债务杠杆较高，使得政府可支配财力对城投公司持续发展的支持和债务本息的保障趋于弱化。2021 年以来，

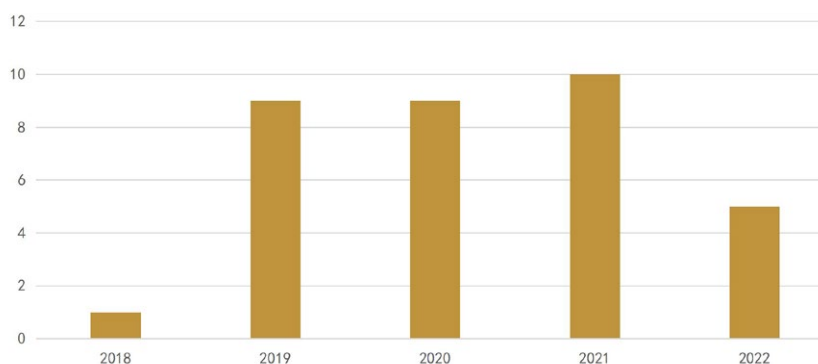


图 6 :2018~2022 年贵州城投非标违约次数

资料来源：公开资料，远东资信整理

市场风险偏好降低，导致区域融资环境恶化，贵州城投债处于净偿还状态。贵州城投债务风险较大，其中遵义高风险城投债规模最大、占比最高，偿债压力非常大

从贵州城投债发行情况来看，2016 年发债高峰过后，发行规模显著下滑；2018 年由于个别地区发生非标兑付风险，导致城投债发行规模大幅减少；2019 年、2020 年贵州两场恳谈会提振了市场对于贵州城投债的信心，叠加 2020 年疫情冲击流动性大幅宽松，贵州抓住窗口期积极发债，发行量大幅上升；但随着区域信用风险加剧，监管政策趋紧、市场风险偏好降低，2021 年以来贵州城投债发行规模再次显著下降。由于城投债到期规模上升，2021 年和 2022 年，贵州各市城投债均处于净偿还状态，区域融资环境恶化，2024 ~ 2026 年到期规模将进入高峰，城投公司偿债压力加大。

截至 2023 年 7 月末，贵州存续城投债余额 2,584.70 亿元。分地区来看，各地差异较大，除省级城投公司外，贵阳、遵义存续城投债规模最大，规模分别为 769.80 亿元和 551.60 亿元，其次是六盘水市、黔西南州、安顺市存续城投债规模在 100 亿元以上。

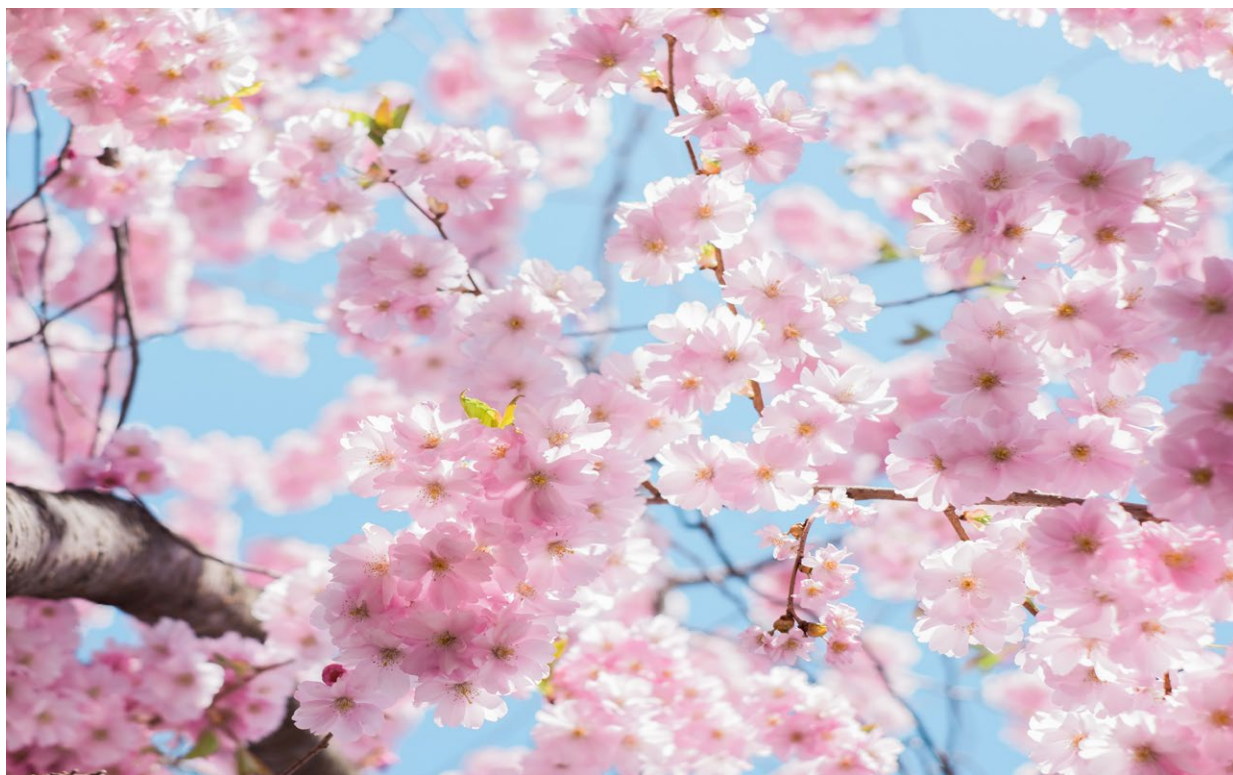
2018 年以来，贵州通过出台化债政策、制定化债方案、建制县化债、安排化债资金、召开恳谈会、地方国企支持化债、省金控集团提供担保、争取上级政府支持等一系列措施，积极化解隐性债务风险。在中央国发 2 号文的强有力支持下，贵州高风险地区隐性债务化解工作取得一定进展

2018 年以来，贵州积极化解隐性债务风险。具体措施包括：（1）出台政策防范化解债务风险。2018 年，提出三大化债指导方针，即“七严禁”、“八个一批”和“十四条”，包括严禁违规举债和担保、停建缓建一批建设规模、债转股、延长债务期限、降低成本、安排预算资金化解等。2020 年 1 月，发布《关于促进贵州资本市场健康发展的意见》，要求对各地债券违约风险进行提示预警，提出鼓励各级政府依法向政府投融资平台注入优质资产、进一步强化担保机制等。（2）制定化债方案。2018 年 10 月，龙里县提出用 5 ~ 10 年时间化解地方国企隐债，包括鼓励银行延长还款时限和降低债务成本。（3）建制县化债。2019 年，松桃县纳入财政部试点县名单，争取到债券资金 22 亿元。（4）安排化债资金。2018 年，贵州通过统筹财力性转移支付增量等，安排 32.47 亿元用于债务高风险市县到期债务本息偿还；贵州设立省级债务风险应急资金池，各州市建立债务风险资金池。盘活地方政府财政资金，包括预算内收入和土地出让收入，争取债务平滑转移资金等。（5）召开恳谈会。2019 年 10 月，贵州地方金融监督管理局在上交所举办贵州债券市场投资者恳谈会；2020 年 8 月，贵州夏季政金企融资对接活动周第五场专项活动——贵州债券发行洽谈会在贵阳举行。政府明确要力保公开发行的债券兑付，确保全省不发生一例违约事件。（6）地方国企支持化债。2019 年末，茅台集团将其持有的贵州茅台 4% 股份无偿划转至贵州国有资本运营有

限公司；2020年9月，茅台集团发行150亿元债券用于收购贵州高速公路集团有限公司14.7%股权，同月茅台集团宣布子公司茅台财务将开展债券投资；以及由茅台集团向地方基建捐资等。（7）省金控集团提供担保。通过出具流动性支持函、签订担保协议等维护债券市场稳定。（8）争取上级政府支持。2022年1月26日，国务院发布《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（以下简称“国发2号文”），对贵州给予很高的战略定位，并提出了长远的发展目标，同时明确中央财政将继续加大对贵州均衡性转移支付力度；中央预算内投资、地方政府专项债券积极支持贵州重点领域项目建设；允许融资平台公司对存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转；对贵州适度分配新增地方政府债务限额，支持政府投资项目建设；研究支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点。贵州据此针对遵义、凯里等18个省

内高风险地区，专门制定了债务化解方案并报国务院批复，遵义核心城投公司债务重组已完成，毕节市制定的《推动毕节高质量发展规划》已于2022年6月获得《国务院关于推动毕节高质量发展规划的批复》原则同意。

2023年1月13日，贵州政府工作报告中提到已有61个国家部委单位出台国发2号文配套政策文件、签订落实协议或给予单项支持政策。同时，贵州财政厅印发《贵州2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》，指出将滚动监测各地隐性债务风险，分类有效妥善处置隐患，着力防范债务违约风险，推动金融机构开展存量债务重组、展期，缓释债务短期偿付风险；紧紧抓住国发2号文件政策“窗口期”，最大限度挖掘政策空间、放大政策效应，持续加大向上对接力度，把各项支持政策进一步具体化、项目化、清单化；通过争取中央支持、金融机构展期降息、盘活资源资产等方式，推动各地将债务利息足额纳入预算。



PART .9
**RATING TECHNOLOGY
RESEARCH**

评级技术
研究

区域风险评价在城投公司信用评级中的应用

远东资信研究与发展部 / 张妍, CFA

【摘要】

城投公司作为地方政府融资平台，参与区域内基础设施建设，与地方政府关系紧密。国际评级机构对城投公司信用风险评价中重点考察城投公司与地方政府的关系，受到地方政府支持的可能性；虽然，国际三大评级机构没有提炼区域风险或类似指标作为单独要素放在城投公司个体信用状况的评价中，但是国际三大在方法论中的政府支持能力方面和政府级别中隐含考虑了区域环境与区域风险因素。

国内评级机构也考虑了地方政府对城投公司的支持意愿和能力，多数以外部支持作为个体信用评价之后的调整因素；但是有不少评级机构在基本打分卡中也考虑了区域环境或者区域风险对城投公司自身信用状况的影响。

近年，我国城投债风险区域分化明显。一些区域的城投公司负面舆情事件直接对当地其他城投公司发债、甚至区域债券市场融资产生较大影响。东部等经济发展程度较高的省份，城投债市场在融资成本低，发行利率低。这在一定程度上反映出发行利率高低与地区经济发展程度、融资环境存在一定的相关性。

本文认为，考虑到我国城投债市场区域分化特征明显以及城投公司的基本职能，城投公司的信用评价与地区经济环境存在紧密联系；对区域风险的评价应从区域基本信用状况和负面风险事件两个方面综合考虑。区域基本信用状况方面主要考察区域的经济实力、财政实力、金融资源和债务负担；负面风险事件方面主要考察区域内是否出现过城投债信用风险事件。

一、国际评级机构城投公司方法论简析

穆迪在 2022 年 4 月发布《中国城投公司评级方法》，说明了穆迪对于中国城投公司信用风险的整体评估方法。穆迪的中国城投公司评级方法论采用自上而下的方法，即以主权评级作为打分基础，在进行一系列的子级调整后得到发行人最终评级。穆迪认为，评估城投公司信用质量的整体框架包括两个主要的打分卡因素：（1）政府支持能力；（2）影响政府支持意愿的城投公司特征（见下图 1）。可以看到，穆迪在其对城投公司个体信用状况评价中暂时没有提炼出一个单独的区域风险

的要素指标。

但是，穆迪的打分卡中是将主权评级作为打分的起点，也就是说政府支持能力的起点是中国的主权评价，然后根据主权评价进行子级调整得到政府支持能力因素。这部分的子级调整，穆迪是依据中央政府与地方政府之间的行政级别差距，以及当地经济、人口和财政等方面的基本信息。因此，在这方面可以反映出穆迪对城投公司的个体信用状况中隐含考虑了当地区域环境与区域风险等因素。

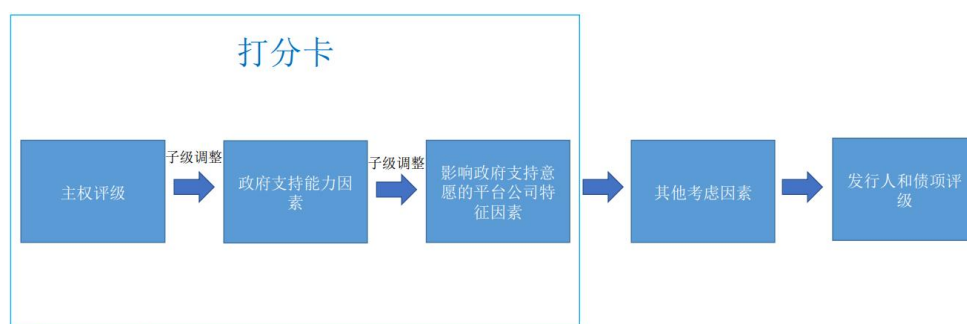


图 1：穆迪中国城投公司评级方法框架

资料来源：穆迪官网，远东资信整理

标普于 2023 年 6 月更新发布了政府相关实体评级方法论（Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions）。标普对政府相关实体评级的主要思路为，首先，确定受评主体的自身信用状况（SACP）；接着根据受评主体与地方政府的关系得到受评主体受到地方政府支持的可能性；最后，在不同的政府支持的可能性下，将受评主体自身信用状况和政府级别进行矩阵，得到最终信用级别。可以看到，标普的方法论中也没有提炼出区域风险指标作为单独的一项指标要素放在城投公司个体信用状况的评价中。

惠誉在 2023 年 9 月更新政府相关实体评级方法论（Government-Related Entities Rating Criteria），认为政府相关实体的评级主要与三个部分相关，分别是政府相关实体的个体信用状况、提供支持的政府级别以及在政府相关实体面临财务困境时政府提供支持的可能性。可以看到，惠誉也没有提炼出区域风险指标作为单独的一项指标要素放在城投公司个体信用状况的评价中；但是，在政府级别的方法论中惠誉考察了地区经济、地区债务等因素；因此，从这个角度看，惠誉对政府相关实体的方法论中也隐含考虑了区域环境与区域风险等因素。

整体来看，国际三大评级机构没有提炼出区域风险或类似指标作为单独的要素放在个体信用状况的评价中。但是，国际三大在方法论中的其他地方，例如，政府支持能力方面和政府级别中隐含考虑了区域环境与区域风险因素。

二、国内评级机构城投公司方法论简析

中诚信在对城投公司信用评级模型中考虑了区域环境因素。中诚信认为基础设施投融资公司主要服务与地方经济、社会发展等公共政策目标，受地方政府控制和监督，业务也主要集中在区域内，因此区域信用环境对区域内基础设施投融资公司具有整体影响。在评级模型中，中诚信在区域环境指标下考察了 GDP、人均 GDP、固定资产投资增速和地方综合财力。

联合资信也在其评级模型中考察了区域风险因素，认为区域经济实力、地方财政实力及地方政府债务对于城投企业有重大影响。

中证鹏元在其评级模型中考虑了区域状况对城投公司的影响，并认为区域状况是影响城投公司信用风险的重要因素。中证鹏元在区域状况上考察了地方生产总值（GDP）、人均 GDP、GDP 增速、地方政府经营收入、广义政府债务率、地区融资环境 6 个指标。

上海新世纪也考虑了区域环境对城投公司信用风险的影响，并从地区生产总值、人均地区生产总值倍数、地区综合财力和地区债务负担四个定量指标衡量。

大公国际在城投公司评级方法中考虑了区域环境因素，对区域环境的分析主要包括区域运行情况、区域经济结构特征并兼顾地方财政、城投企业在区域发展的情况和监管政策等因素。但是，大公国际在其城投公司评级模型中并没有将区域环境作为打分卡中的指标。

整体看，国内评级机构中多数考察了区域风险对

城投公司的信用评价影响，且国内评级机构对区域风险的衡量主要从区域经济、地方政府财政实力及债务负担

等方面考察。

表 1：国内评级机构城投公司评级模型对区域风险的考察指标

中诚信国际	联合资信	中证鹏元	上海新世纪
GDP 人均 GDP 固定资产投资增速 地方综合财力	区域风险(区域经济实力、 地方财政实力、地方政府 债务)	地方生产总值 (GDP) 人均 GDP GDP 增速 地方政府经营收入 广义政府债务率 地区融资环境	地区生产总值 人均地区生产总值倍数 地区综合财力 地区债务负担

资料来源：各公司官网，远东资信整理

三、城投公司信用评级中如何考虑区域风险

城投公司作为地方政府融资平台，承担着区域内基础设施建设工作，但这些项目盈利能力较差，导致城投公司自身“造血”能力不足。因此，城投公司只能借助于地方政府国有资产注入或财政补贴等形式来为城投债偿付债务提供一定保障，这也是城投公司与地方政府存在重大联系的原因。基于此，国内外主流评级机构的城投公司信用评级方法中重点考察地方政府对城投公司的支持能力和支持意愿。

但是近年，我国城投债风险区域分化明显。一些

区域的城投公司负面舆情事件直接对当地其他城投公司发债、甚至区域债券市场融资产生较大影响。东部等经济发展程度较高的省份，城投债市场在融资成本低，发行利率低。从下图 1 可以看到，上海、北京、广东、福建和浙江等东部经济较发达的省份，存量城投债的平均发行利率较低，而黑龙江、辽宁、贵州等地区存量城投债的平均发行利率较高，均超过 6%。这在一定程度上反映出发行利率高低与地区经济发展程度、债务负担融资环境存在一定的相关性。

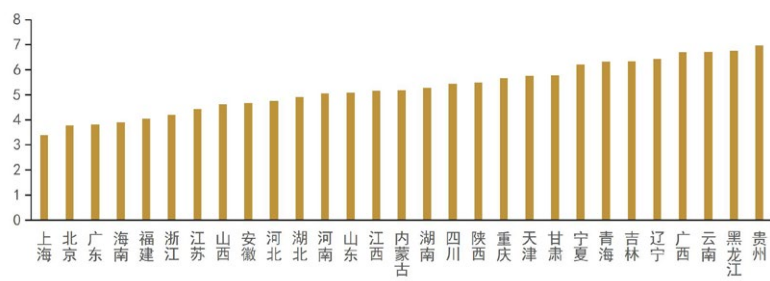


图 1：各省份存量城投债平均发行利率（截至 2023 年 9 月 25 日，不含西藏、新疆）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考虑到我国城投债市场区域分化特征明显以及城投公司的基本职能，本文认为城投公司的信用评价与地区经济环境与区域风险存在紧密联系；对区域风险的评

（一）区域基本信用状况

本文认为，区域基本信用状况从四个方面考察：

经济实力、财政实力、金融资源和债务负担。

1. 经济实力

（1）宏观经济指标

城投公司主要承担某区域基础设施建设，该区域经济实力越强，对基础设施建设的需求越大，反过来可以为城投公司提供更多的业务机会。对区域经济实力的考察可以用国民生产总值（GDP）、人均 GDP、GDP

表 2：区域风险考察指标要素

	主要考察方面	一级指标	二级指标
区域基本信用状况	经济实力	宏观经济指标	GDP
			人均 GDP
	财政实力	产业资源情况	GDP 增速
			人均收入
		财政收入	A 股上市公司市值和数量
			一般公共预算收入
		财政支出	税收收入在财政收入占比
			政府性基金收入在财政收入占比
	金融资源	地方政府债务情况	财政收支弹性
			财政收支平衡性
负面风险事件	城投负面事件是否发生	外部金融资源	债务率
		本土金融资源	宽口径债务率
		债务率	
		宽口径债务率	

资料来源：远东资信整理

增速和人均收入等一些宏观经济指标。

GDP 是衡量市场经济运行的一个基础性与综合性的总量指标，反映了社会产出水平，其核算过程反映了市场经济的运行过程，是目前大家广泛使用的综合性经济指标；人均 GDP 和人均收入反映人均财富状况。考虑到城投公司有行政级别的划分，即省级平台、市级平台和区县级平台，也需要针对不同行政级别的城投公司设置不同经济指标的阈值范围。

(2) 产业资源

一个地区经济发展强弱的最终可以用 GDP 等宏观经济指标反映，或者说这些宏观经济指标的强弱是区域经济发展的结果表现。但是，仅对经济结果分析可能不

够，还需要考虑产生这些结果背后的原因。一个区域经济增长背后的主要原因是产业发展实力强，区域的产业结构比例、区域的经济发展规划可以反映出区域经济增长潜力；对于区域过度依赖某一产业，且该产业周期性较强的，如果该产业景气度下行，区域的经济稳定性可能受到影响，区域风险可能会增加。

区域内拥有的 A 股上市公司市值及行业占比可以在一定程度上反映区域经济实力和经济结构。尤其是区域内政府控制的国有企业资产规模情况，在一些情况下，地方政府可能会处置其拥有的国有企业净资产，获得资金进而帮助城投公司偿还债务。

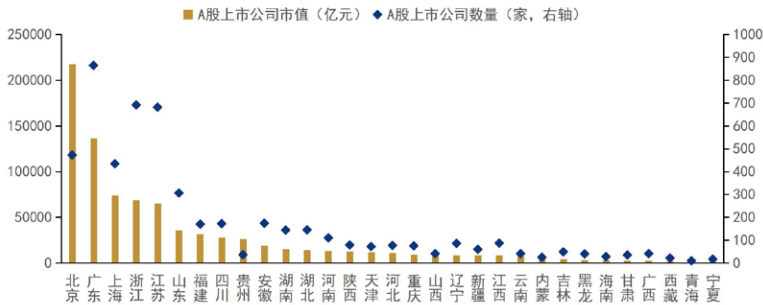


图 2：各省份 A 股上市公司市值及数量情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 财政实力

地方的财政实力是区域经济发展的结果，也是综

合判断地方政府信用水平的重要依据。财政实力主要从两个角度看：财政收入和财政支出。

(1) 财政收入

一般来说，区域经济发达，区域的财政实力越强。财政实力或是区域提供给城投公司最直接的资金支持来源，区域政府的财政实力越强意味着地方政府有更大的能力为区域内城投公司提供资金支持，那么城投公司履约的能力越强。

一般公共预算收入，尤其是税收收入是地方政府收入的主要来源，也是地方政府可以自主支配的财力。对地方政府财政实力的衡量不能仅看财政收入的绝对值，还应该考察财政收入的质量，财政收入质量反映经济发展质量。财政收入的质量指标可以用税收收入占一般公共预算收入的比重衡量，指标越高，说明地方财政收入质量越好，财政收入稳定性越高。

政府性基金收入是地方财政收入占比第二大部分，是地方财政收入的重要来源。政府性基金收入主要受到当地土地市场景气度的影响。近年，全球经济下行的背景下，我国土地市场景气度下行，一些经济发展偏弱的地区土地市场下行更加明显，直接导致政府性基金收入锐减，导致地方财政收入大幅下降，影响地方政府财政的稳定性和可持续性。

在财政收入下，本文认为应重点考察一般公共预算收入、税收收入占财政收入比重以及政府性基金收入在财政收入占比等指标。

(2) 财政支出

财政支出主要考察财政支出弹性，即地方政府刚性支出占比情况和财政收支平衡。财政收支平衡用预算收入对一般预算支出的覆盖程度衡量，即地方政府依靠自身财力对支出的平衡能力。一般来说，财政平衡率越

高，则表明地区财力越雄厚，财政状况越好。

3. 金融资源

区域内金融资源的丰富程度对城投公司再融资能力有很大影响。当前，我国城投公司融资分化明显；天津、云南、辽宁等地城投债呈现净偿还状态，但江苏、浙江、山东等地城投债净融资规模较大（见图3）。一些区域受到负面风险事件的影响，债务融资难度加大，融资成本提高。对于城投债净偿还状态的区域，区域城投债借新还旧难度增加，需要其他资金来帮助偿还债务，在这种情况下，区域内金融资源的丰富程度变得至关重要。此外，在城投公司面临流动性问题时，区域内如有丰富金融资源也可以通过多种融资渠道为城投公司提供资金，托底城投公司偿债。

金融资源情况可以从银行数量、银行资产规模、非银机构数量和资产规模等方面分析。一般来说，银行和非银机构的规模和数量越大，区域的金融资源越丰富。区域金融资源的衡量可以从外部金融资源和本土金融资源两方面衡量，其中本土金融资源更为重要，因为当区域发生负面事件时，可能很难获得外部金融资源支持；但是本土金融资源与地方政府关系密切，在城投公司融资困难时，更易受到地方政府的引导为城投公司提供资金支持。

外部金融资源主要包括非本区域内的银行、信托、保险等，可以通过为区域内城投公司提供信贷债券等融资渠道。本土金融资源主要指本区域内银行，包括本土城商行、农商行股份制银行等，可以为区域内城投公司提供信贷融资支持。

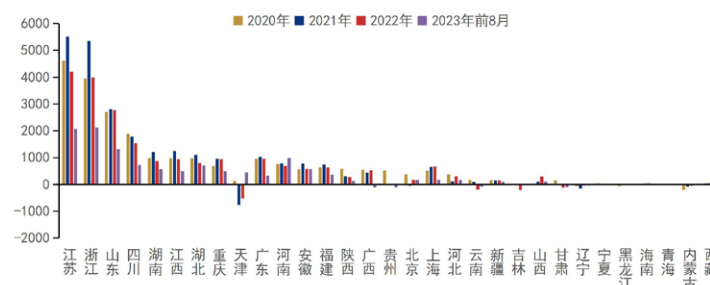


图3：2020年至2023年各省城投债净融资状态（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 地方政府债务负担

地方政府债务是保增长、促投资的重要财政融资手段之一，也是政府投资拉动经济的手段之一。地方政府债务规模在持续扩张的同时，为区域发展提供了必要的公共财力支撑，促进了公共基础设施的不断完善，也为区域经济的长期增长提供了有力保障。如果区域债务压力过大，会影响地方运用债务扩张的空间，进而影响区域经济发展的增长。政府主导的投资对基础设施建设起着重要推动作用，如果政府可运用的债务扩张空间过低，可能会影响区域内基础设施建设，进而影响城投公司的业务机会。

本文认为，地方政府债务负担的主要考察指标包括债务率和宽口径债务率。

债务率是衡量地方政府债务风险水平的重要指标，是地方政府债务余额和当年综合财力的比值，可以反映地方政府的偿债能力。国际上通行的地方政府债务率预警上线是 150%（IMF）；我国根据国情将债务率的风险警戒线定在 100% 的水平。因此，如果地方政府债务率超过 100%，可能反映出其面临的债务风险较大。

宽口径的债务率为地方政府综合财力对包含城投隐性债务的地方政府债务的保障程度。城投公司作为地方融资平台，在项目开发中大量举债，且大量城投债主要靠财政资金和政府担保偿还，属于地方政府隐性债务。由于我国城投债有息债务规模大、负担重，隐性债务风险直接导致地方政府债务风险加大，影响地方政府信用状况。因此，在地方政府债务方面需要考察隐性债务情况。

（二）负面风险事件

近年，城投公司涉及的负面信用事件逐渐增多，2022 年城投平台非标逾期共 25 起，主要集中在贵州、山东等地。地区负面事件的发生，可能会导致投资者对区域全域城投公司的规避情绪，区域城投公司再融资难度加大，进而导致区域风险进一步传导、扩大。因此，在对区域风险的评价中，本文认为应重点考察区域内是否多次发生债务风险事件，对于风险事件较多的区域，其区域风险将高于其他地区。

四、小结

城投公司作为地方政府融资平台，参与区域内基础设施建设，与地方政府关系紧密。国际评级机构对城投公司信用风险评价中重点考察城投公司与地方政府的的关系及受到地方政府支持的可能性。国内评级机构也考虑了地方政府对城投公司的支持意愿和能力，多数以外部支持作为个体信用评价之后的调整因素；但是有不少评级机构在基本打分卡中也考虑了区域环境或者区域风险对城投公司自身信用状况的影响。

本文认为，考虑到我国城投债市场区域分化特征明显以及城投公司的基本职能，城投公司的信用评价与地区经济环境存在紧密联系；对区域风险的评价可以从区域基本信用状况和负面风险事件两个方面综合考虑。区域基本信用状况主要考察区域的经济实力、财政实力、金融资源和地方政府债务负担；负面风险事件维度主要考察区域内是否出现过城投债信用风险事件。

行业企业信用评级中的行业风险评价

远东资信研究与发展部 / 申学峰

【摘要】

行业风险是指由于一些不确定因素的存在，导致对某行业生产、经营、投资或授信后偏离预期结果而造成损失的可能性。在信用评级中，一些评级方法会将企业所属行业整体风险状况作为评价个体信用风险的考量因素之一，结合行业风险与其他指标得出最终信用级别。对行业风险进行比较和评分，可以提高不同行业评级的可比性，以及个体信用评级结果的准确度。

关于行业风险评价方法，有的信用评级机构针对所有行业都从固定的几个角度来评价行业风险，也有机构会根据某个行业特点选择合适的指标来评价行业风险。具体的指标评分可以采用定性评估分档的方式，也可以用某些经营数据来进行刻画。例如，评级机构 A 从周期性、竞争风险与成长性两个角度分析，其中周期性用行业营业收入、行业 EBITDA 利润率在周期下行时的变动幅度来刻画，竞争风险和成长性根据企业竞争壁垒的有效性、行业利润率水平与变化趋势、产品 / 服务 / 技术的长期变化和替代风险、增长趋势风险来评估。

信用评级机构采用的方法大多会用到专家评分，评价结果依赖经验判断，容易受到主观偏好影响。为了尽可能客观地评价行业风险，还可以考虑通过数理统计等方法、结合信用风险相关数据进行度量。例如，用实际债务违约率来评估行业风险，通过 KMV 模型估计个体风险后再加总计算行业整体风险，或用 CCA（或权益分析）方法直接估计行业整体风险等。但是上述方法也存在一些问题，例如，用实际债务违约数据评估反映的是历史情况，不代表行业未来的信用状况；通过 KMV 模型估计个体风险所用的假设不一定符合实际情况，所用的上市公司样本也不能完全代表行业整体；使用 CCA 方法需要行业资产负债数据，而行业资产负债数据只能通过间接计算获得。因此，评估行业风险时还需要结合多种方法综合评价。

一、行业风险概述

（一）行业风险概念

行业风险是指由于一些不确定因素的存在，导致对某行业生产、经营、投资或授信后偏离预期结果而造成损失的可能性。反映行业风险的因素包括周期性、成长性、产业关联度、市场集中度、行业壁垒、宏观政策等。

通常情况下，某个行业的风险在一定时期内会保持稳定。但是如果宏观政策、市场集中度等外部因素出现重大变化，行业风险可能会上升或下降。

（二）信用评级中的行业风险

在信用评级中，一些评级方法会将企业所属行业的整体风险状况作为评价个体信用风险的考量因素之一，

用定性或定量的方法给各行业赋予某个风险值，然后结合行业风险与其他指标得出最终信用级别。对行业风险进行比较和评分，可以提高不同行业评级的可比性和透明度。而且，增加一个评价维度可以提高个体信用评级结果的准确度。

信用评级考察的是企业未来一段时间内的信用状况，因此信用评级中行业风险评价需要考虑未来的情况。

尽管行业风险已经是很多信用评级方法的考量因素之一，但是不同评级机构的评价行业风险的角度和方法存在差异，因此其方法中行业风险的具体内涵也存在一定差异。

（三）行业风险与个体信用风险的关系

行业由个体组成，行业风险是对其中个体信用风险特征的概括总结，相当于行业内个体信用风险的中枢水平。通过确定行业风险，评级机构可以为个体信用风险评价提供一个大致的起点，再结合宏观经济环境、个体财务状况等其他因素进行调整，就可以给个体信用提供一个较为准确的刻度。

行业内不同个体可能存在较大差异，低风险行业内也可能存在财务状况恶劣的高风险企业，高风险行业内也可能有经营稳健的低风险企业。行业风险不应当成为个体信用级别的刚性限制因素。

二、信用评级机构的行业风险评价方法

有的信用评级机构针对所有行业都从固定的几个角度来评价行业风险，也有机构会根据某个行业特点选择合适的指标来评价行业风险。具体的指标评分可以采用定性评估分档的方式，也可以用某些经营数据来进行刻画。

（一）从固定的角度评价行业风险

1. 评级机构 A 的方法

该方法从周期性、竞争风险与成长性两个角度评价行业风险。

周期性——根据行业收入的周期性、行业盈利能力的周期性评估。行业收入的周期性用行业营业收入在

周期下行时的变动幅度来刻画；行业盈利能力的周期性用行业 EBITDA 利润率在周期下行时的变动幅度来刻画。

竞争风险和成长性——根据企业竞争壁垒的有效性、行业利润率水平与变化趋势、产品 / 服务 / 技术的长期变化和替代风险、增长趋势风险来评估。四个方面的评估都采用定性分档的方法。

得出周期性、竞争风险与成长性两个角度的值之后，通过矩阵映射得到最终的行业风险值。

2. 评级机构 B 的方法

该方法从行业政策、行业竞争、行业周期性、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力这五个方面评价行业风险。

行业政策——考察行业相关的政策导向，包括产业政策、税收政策、细分领域壁垒等。

行业竞争——分析行业集中度、主要企业销售额规模变化、细分行业龙头企业及占有率、品牌的竞争态势、销售渠道、重组并购情况、行业的进入 / 退出门槛等。

行业周期性——通过计算各行业在经济周期下降过程中的行业景气指数、营业总收入和利润的平均下降幅度来判断。

行业增长性与盈利能力——通过行业（样本企业）营业总收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率、行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。

行业财务杠杆与偿债能力——衡量指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务 / EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数等。

（二）根据行业特点选取指标评价行业风险

1. 评级机构 C 的方法

以保险行业为例，该方法根据行业特点，从保险市场的成熟性 / 多样性 / 广度、竞争状况、金融市场发展、监管环境这几个方面来评价行业状况与经营环境（即行业风险）。

保险市场的成熟性 / 多样性 / 广度——从产品和准备金的角度、投资分析能力、公司风险管理的系统能力

和市场应用、整体技术能力和产品成熟度、市场渗透率等方面判断。

竞争状况——竞争水平是否有利于保险公司获得足够的回报并实现合理的业务增长；进入壁垒和来自传统市场以外竞争程度。

金融市场发展——股票和债券市场的深度和流动性，包括它们的发展状况和企业融资的难易程度；银行系统以及其他私人资本提供者是否强劲和稳定；从资产负债管理的角度来看，资本市场支持保险公司获得合适投资资产需求的能力。

监管环境——保险法律和监管实践方面的相对透明度，包括保险公司报告透明度的要求；提供给监管者的权力和资源、执行记录，以及执行过程是否透明和一致；监管政策对定价和产品特性的关注程度，以及是否有利于保险公司获得风险调整后的收益，从而超过其资本成本；受当地法律授权的产品可以增加市场需求的稳定性。

三、其他行业风险评价方法

信用评级机构采用的方法大多会用到专家评分，评价结果依赖经验判断，容易受到主观偏好影响。为了尽可能客观地评价行业风险，还可以考虑通过数理统计等方法、结合信用风险相关数据进行度量。

（一）用实际债务违约数据评估

评价行业风险最直接的方法是用实际的债务违约数据来评估。一个行业债务违约比例越高可以认为其行业风险也越高，通过统计各个行业的违约比例，就能区分不同行业的风险程度。

具体的债务违约数据可以从债券市场、票据市场、信贷市场获取。例如债券市场违约数据可以综合第三方债券数据库统计获得，票据市场违约数据可以考虑从上海票据交易所获取，信贷市场违约数据可以从人民银行征信系统获取。行业债务违约比例可以按照企业的数量来计算（户数法），也可以按照债务的存量规模进行计算（余额法）。

尽管实际债务违约数据是客观的评价标准，但是其属于历史数据，反映的是历史行业风险情况。而信用评级的目的是评估未来一段期间的信用风险，需要预测未来的情况。因此用实际债务违约数据评估的方法只能作为一种参考，还需要结合其他方法来评价未来的行业风险。

（二）用 KMV 模型估计个体风险后再加总

上市企业的股票价格通常能够反映大量关于企业资产价值变动的信息，为评估企业信用风险提供了很好的数据源。利用上市企业股票价格数据，可以通过 KMV 模型先估计行业内个体的信用风险，再将不同个体的信用风险加总得到行业整体的风险。

KMV 模型假设当企业的资产价值低于某一水平时，企业会发生债务违约，该水平称为违约触发点（default point, DPT）。违约触发点一般设定为：短期负债 + 长期负债 * 1/2。KMV 模型参考借鉴了期权定价模型，利用 Merton 方法，根据股价波动率、总市值、债务账面价值求得财务报告日的企业资产价值。资产价值与违约触发点的距离为违约距离（distance to default, DD），企业资产价值距违约触发点越远，未来触发企业违约的可能性就越低。根据违约距离和资产价值分布曲线，可以进一步计算经验违约率（expected default frequency, EDF）

得到企业个体的违约距离或经验违约率后，就可以汇总计算行业整体的风险水平。例如，可以计算各行业内样本公司的违约距离，然后以资产价值为权重将行业内各公司的违约距离加权求和来构造行业信用风险指数。可选的加权平均赋权方法有资产赋权法、负债赋权法以及市值赋权法。

虽然上述方法通过股价数据可以充分挖掘企业背后隐匿的信息，提高了评估结果的质量，但是使用时需要注意一些问题：

（1）违约触发点的设定具有任意性，通常情况下被设定为短期负债加上长期负债的一半。但是不同企业的负债成分可能存在差异，采用相同的设定不一定合理。

(2) 企业的资产价值数据不一定符合正态分布特征，例如可能会呈现厚尾特征等。因此可以放弃正态分布假设，应用蒙特卡洛模拟的技术来估计。

(3) 很多企业会开展多元化经营，其经营的业务可能跨越了不同的行业领域，信用风险也会受到多个不同行业领域的影响。在行业内选取样本企业时，需要尽可能选取聚焦于主业的个体，避免多元化经营企业估计结果的干扰。

(4) 最重要的问题是，一个行业中通常经营规模和实力靠前的企业才能成为上市公司，使用上市公司样本来估计整个行业的风险会存在偏差，不能代表行业整体的全貌。

(三) 用 CCA 方法估计行业整体风险

除了上述从微观个体风险汇总计算行业整体风险的方法外，还可以直接从宏观角度对行业整体的风险作度量。与微观角度不同的是，宏观角度比较难有直接匹配的财务数据进行支撑，需要选择合适的指标变量来刻画宏观财务状况以及选择合适的模型预测财务状况的变化。

从宏观角度测度行业风险可以用 CCA 方法，即或有权益分析方法 (Contingent Claim Analysis)。CCA 方法度量宏观风险的原理和 KMV 模型度量微观企业信用风险的非常相近，即选择合适变量来刻画宏观总体的财务状况，进而求得如违约距离、违约概率、信用溢价等信用风险指标。由于宏观层面没有直接的资产负债表，CCA 方法使用的资产负债数据是间接计算出而非真实存在的。

CCA 方法在度量宏观金融风险方面有着比较广泛的应用，宏观角度的切入点也十分多样，其中行业角度

也是重要的宏观视角之一。但行业本身并不是一个确定的主体，行业内包含的公司会逐年变化，甚至某些公司混业经营，很难界定行业属性，因此直接刻画出某一行业的资产负债表较为困难。一种简化的思路是将行业内所含公司的财务数据加总得到行业总体的或有资产负债表，进而计算出行业总体的违约距离等指标。

四、总结

在行业企业信用评级中，行业风险是需要考虑的重要因素之一，部分信用评级机构还将其单独归纳为一项因子纳入评级体系。通过增加行业风险这一评价维度，可以提高不同行业评级的可比性和个体评级结果的准确性，从而提升信用评级结果质量。

按照目前各信用评级机构的方法，行业风险一般通过专家评分或经营数据波动情况来评价。由于专家评分依赖经验判断，评价结果容易受到个人主观偏好影响。为了更客观地评价行业风险，评级机构还可以考虑采用其他量化评估方法，包括用实际债务违约率来评估行业风险，通过 KMV 模型估计个体风险后再加总计算行业整体风险，或用 CCA 方法直接估计行业整体风险等。

但是上述方法也存在一些问题，例如，用实际债务违约数据评估反映的是历史情况，不代表行业未来的信用状况；通过 KMV 模型估计个体风险所用的假设不一定符合实际情况，所用的上市公司样本也不能完全代表行业整体；使用 CCA 方法需要行业资产负债数据，而行业资产负债数据只能通过间接计算获得。因此，评估行业风险时还需要结合多种方法综合评价。



打造有公信力和国际影响力的
民族品牌信用评级机构

远东资信评估有限公司

www.sfecr.com



服务资本市场, 助力信用中国

Choose FECR, Choose Trust

北京总部

地址: 北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话: 010-5727 7666

邮编: 100007

上海总部

地址: 上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话: 021-6510 0651

邮编: 200092