

GOLDEN CREDIT RESEARCH

东方信用

VOL.30

2020年第四期

内部资料免费交流
京内资准字 1320-L0120号

SPECIAL TOPICS

特约专题

新政背景下 园区城投信用风险分析

公司动态

东方金诚荣获
中国资产证券化论坛“年度创新机构奖”

研究精选

三道红线确定地产长效机制趋势
为弯道超车房企按下暂停键
债券通交易日趋活跃“南向通”运行大有可期

关注东方金诚的 N+1 个理由!!

热点新闻

债市漫漫，精选最有料的信用热点资讯喂饱你

案例分析

实证式分析可正可负
首单项目+创新业务+违约案例一网打尽

研究报告

碎片化时代深度必不可少，持续发布
宏观、债市、行业风险等大大大报告
宏观经济+资产证券化运行

专家解读

网红分析师+专家讲师团
及时解读于权威媒体持续发声

国际视野

创新的主权+熊猫债评级技术模型
“一带一路”&债市国际化，我们来了
国际观察（全球要闻+丝路聚焦）、汇市观察
一带一路沿线国家主权报告
中俄债券市场、熊猫债券市场报告

FO
LL
OW
US

编印单位

东方金诚国际信用评估有限公司

主编

俞春江

编辑

李瑞雪 娄雪宁 孙明

美编

何星

翻译

白雪

编辑部联系方式

010-83435967

发送对象

上级主管部门、内部员工

印刷单位

北京金工印刷有限公司

印刷日期

2020 年 12 月 15 日

印数

700 册



关注我们了解更多



08

公司动态 | COMPANY DYNAMICS

东方金诚参加 2020 年中国资产 证券化和结构性融资行业年会 暨第六届中国资产证券化论坛年会

06 行业热点

08 公司动态

特约专题 · Special Topics

10 新政背景下园区城投信用风险分析

12 从百草园到三味书屋——后浪争流中的国家级新区

22 从三十而立到四十不惑——摸着石头过河的国家级经开区

31 高新经开 竞合博弈——国家级高新区及城投企业信用风险展望

41 潮起外高桥 逐梦自贸港——海关特殊监管区域分析及城投研究



09

公司动态 | COMPANY DYNAMICS

东方金诚持续打造 东方信用系列品牌栏目

研究精选 · Selected Research

- 52 民营及中小煤企信用质量下行——煤炭行业 2020 年信用风险展望（9 月修订版）
- 65 政策面与基本面共振，营收及盈利能力持续提升——证券行业 2020 年度信用风险展望（10 月修订版）
- 72 监管趋严下行业承压 融资租赁公司信用分化加大——融资租赁行业 2020 年信用风险展望（10 月修订版）
- 82 三道红线确定地产长效机制趋势，为弯道超车房企按下暂停键
- 87 债券通交易日趋活跃“南向通”运行大有可期
- 90 完善外汇管理免蹈覆辙 东南亚外部信用风险可控

评级行业国有力量代表

为投资人信用风险识别、预警与处置提供有价值的服务
协助发行人发挥信用价值，创新信用融资

评级全资质

完成人民银行、证监会备案，拥有发改委、银保监会
交易商协会等认可的全部评级资质

市场全覆盖

评级服务覆盖全部交易场所、全部债券类型、全部发行人

WWW.DFRATINGS.COM



联合国PRI评级机构声明签署方
亚洲信用评级协会唯一中国理事
中国资产证券化行业评选“汇菁奖”
2019“创新机构奖”“最具影响力奖”
2018“最佳研究机构”“最具影响力奖”
2017“创新机构奖”“最具影响力奖”
2016 ABS“最具潜力评级机构”

中国资产证券化论坛（CSF）年会
2019年度“创新机构奖”
2018年度“创新机构奖”
中国金融前沿论坛
2018年度“最佳评级机构”
中国REITs联盟
2017年度“优秀评级机构奖”



2020年10月

民企融资 | 民企债券融资再迎政策支持

10月14日，国家发展改革委等六部门联合印发《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》，旨在推动相关支持政策加快落地见效，有效应对新冠肺炎疫情疫情影响，激发民营企业活力和创造力，进一步为民营企业发展创造公平竞争环境，带动扩大就业。



上市银行 | A股上市银行三季报披露大幕拉开

10月21日，随着平安银行率先披露三季报，上市银行三季报披露正式拉开帷幕。从总体来看，上市银行将以量补价，营业收入将保持平稳或同比小幅增加，一些资产增速较快、资产结构向零售贷款的倾向程度较高、资产质量相对较好的上市银行盈利或将回升。



聚焦全会 | 加快形成强大国内市场 推动构建双循环新发展格局

10月26日至29日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议在北京举行，释放了下一阶段中国发展的重要信号。全会提出十二个方面的重点工作方向，其中强调要“形成强大国内市场，构建新发展格局”。



2020年11月

聚焦进博会 | 立足新发展格局 促进外贸创新发展

11月4日，第三届中国国际进口博览会开幕式在上海举行，国家主席习近平将通过视频发表主旨演讲，他强调中国坚定不移全面扩大开放，并提出推动跨境电商等新业态新模式加快发展，培育外贸新动能。



关注违约 | 加强监管协调 防范违约风险扩散

11月10日，永煤集团旗下债券“20永煤SCP003”宣告违约。自10月以来，信用事件频繁发生，从紫光集团、青海国投先后决定不行使其永续债赎回权，到“17华汽05”和“20永煤SCP003”相继发生实质性违约，AAA级信用债让投资者信心接连受到冲击。



地方债 | 财政部：加强地方债发行项目评估严防偿付风险

11月11日，财政部印发《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，提出要不断完善地方债发行机制，提升发行市场化水平。鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。



RCEP | 加快落实 RCEP 生效实施相关举措 拓展合作共赢新空间

11月15日，涵盖15个国家的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，标志着全球规模最大的自由贸易协定正式达成。作为协定成员国，我国要积极推动协定落地生效，还有大量紧迫的工作要做。



规范发债 | 交易商协会发文加强债券发行规范

11月18日,中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》,表示会从发行操作、自律管理等方面进一步作出明确,“严禁发行人自融”,并提出各市场机构严禁不正当利益输送、破坏市场秩序等行为。



负利率债券 | 中国首发负利率主权债券受热捧

11月18日,财政部顺利发行40亿欧元主权债券。其中,5年期7.5亿欧元,发行收益率为-0.152%;10年期20亿欧元,发行收益率为0.318%;15年期12.5亿欧元,发行收益率为0.664%。国际投资者认购踊跃,订单规模达到发行量的4.5倍。



关注监管 | 证监会对华晨汽车集团控股有限公司及相关中介机构采取有关措施

11月20日,证监会发文对华晨集团采取出具警示函的行政监管措施并决定对其涉嫌信息披露违法违规立案调查,对华晨集团有关债券涉及的中介机构进行同步核查,严肃查处有关违法违规行。



聚焦金融委会议 | 金融委重磅发声稳债市 严罚各类“逃废债”

11月21日,金融委第四十三次会议正式召开,研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议指出,要坚持稳中求进工作总基调,按照市场化、法治化、国际化原则,处理好促发展与防风险的关系,推动债券市场持续健康发展。



关注监管 | 永煤控股违法违规线索已移送证监会

11月24日,交易商协会发文已将自律调查发现的永煤控股涉嫌违法违规线索通过有关部门移送证券监督管理部门。下一步,将按程序推进对永煤控股的自律处分。同时,交易商协会在调查中发现永煤控股母公司河南能源化工集团有限公司也涉嫌存在相关违规行为,已对其启动自律调查。



关注违约 | 加强监管协调 防范违约风险扩散

继不久前华晨集团违约后,永煤控股SCP(超短期融资券)又意外违约。再次出现信用评级AAA级的企业违约,引发市场对可能出现大规模违约潮的担忧,债券市场出现一定程度波动。



2020年12月

关注监管 | 三季度债市信用评级机构业务运行及合规情况发布

12月3日,为促进债券市场信用评级业务的规范健康发展,充分发挥信用评级的风险揭示作用,中国证券业协会和中国银行间市场交易商协会就2020年第三季度债券市场10家评级机构的市場表现、业务发展及自律动态、合规情况进行了总结。



系统性重要银行 | 防范“大而不能倒”风险 系统重要性银行评估办法正式落地

12月3日,为完善我国系统重要性金融机构监管框架,建立系统重要性银行评估与识别机制,人民银行、银保监会联合发布《系统重要性银行评估办法》。该办法的正式出台,标志着我国在建设现代中央银行制度和完善现代金融监管体系的道路上同时前进了一步。



关注监管 | 交易商协会:规范债务融资工具主承销商尽职调查行为系统

12月4日,中国银行间市场交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》。该指引强调,压实主承销商责任,进一步明确主承销商职责边界。督促主承销商坚持职业操守、勤勉尽责、诚实守信。将尽职调查工作的开展情况,作为评价主承销商从事债务融资工具业务是否尽职履责的重要依据。



东方金诚参加 2020 年中国资产证券化和结构性融资行业年会暨第六届中国资产证券化论坛年会

8月18日，2020年中国资产证券化和结构性融资行业年会暨第六届中国资产证券化论坛年会在深圳隆重开幕，年会受到了海内外资产证券化行业内各大机构、菁英人士的密切关注和积极参与。会议期间，先后举办了专家演讲、圆桌会议、颁奖仪式等精彩议程。

东方金诚结构融资部总经理郭永刚受邀参与《疫情下的中国资产证券化市场面临的挑战、机遇及政策建议》圆桌讨论，就疫情下我国资产证券化市场各类产品信用质量的变化及行业发展机遇发表观点，与来自相关领域的专业嘉宾展开深入探讨与交流。

在当晚举行的2020年中国资产证券化论坛年度颁奖典礼中，东方金诚荣获中国资产证券化论坛“年度创新机构奖”。同时，东方金诚承做的七单产品分别荣获五项产品大奖。



东方金诚参加不良资产交易信息披露标准化研究报告暨交易服务升级发布会

7月30日，北京金融资产交易所（以下简称“北金所”）举办了“不良资产交易信息披露标准化研究报告暨交易服务升级发布会”。会议采取线上直播和线下形式举办，近300人参加了该会议。

为了解决投资人信息需求和信息资源配置之间的矛盾，降低买卖双方的交易成本，提成资产处置效率和效益，推进整个不良资产行业的标准化建设，由北金所牵头，联合东方金诚旗下子公司东方金诚信用管理（北京）有限公司和中央财经大学和于去年12月份组建了课题研究小组，在广泛调研资产管理公司、投资人、中介机构基础上，搭建了不良资产分层分级信息披露体系，形成了《不良资产交易信息披露标准化研究报告》，并依据研究报告制定了不良资产信息披露标准规范。

东方金诚受邀参加线上课题成果巡展活动

8月，东方金诚受邀参加保险资管协会组织的线上课题成果巡展活动。金融业务部分析师陈群就“保险机构应对债券违约策略研究”课题，从完善债券违约处置基础设施、强化风险研究与风险监测、通过对回收率的估算选择适当的处置策略等方面出发，对当前环境下我国保险机构如何应对债券违约提出具体的策略建议；研究发展部分析师梅佳就“IFRS9影响下保险资金大类资产配置研究”课题，以中国平安为例，对比新旧金融工具准则的实施对公司金融资产分类、计量和减值的影响，从而针对会计政策和保险资金配置等方面提出应对措施。

东方金诚受邀参加金砖国家工商理事会年度会议



2020年11月10日，金砖国家工商理事会2020年年度会议在线上成功举行。作为本年度金砖国家工商理事会最重要的一次会议，金砖五国工商理事会全体成员，包括政府机构代表以及各行业工作组代表近两百人共同参与了此次会议。会议对金砖国家工商理事会2020年工作进行了总结，审议通过了《金砖国家工商理事会2020年度报告》，并完成了俄罗斯向印度的轮值主席国交接。东方金诚作为金砖国家工商理事会金融服务组中方成员单位受邀参加。

金砖金融工作组议题涉及跨境投融资、人工智能、中小企业、支付、保险、评级、绿色融资等方面。其中，东方金诚所在的金融工作组积极推进建立金砖

国家信用评级联盟方面的国际合作。作为金砖国家工商理事会金融工作组中方成员，东方金诚致力于和金融工作组共同推进金砖国家信用评级方法体系和数据平台的建设合作。2020年，东方金诚在金砖信用评级联盟框架下开展了熊猫债双评级模式探索，和合作伙伴继续开展宏观经济、债券市场、银行业及结构融资评级等多领域多方向的技术合作交流。

未来，东方金诚作为评级行业国有力量代表，将持续完善当前的业务及研究工作，探索评级机构跨境合作的具体路径，提高金砖框架内评级合作的专业性和连续性。



东方金诚持续打造东方信用系列品牌栏目



2020年以来，为了更好地输出公司专业化研究成果，为参与债券市场的各方提供有价值的信用风险服务，东方金诚持续打造的东方信用系列品牌栏目在新浪财经、腾讯财经等多个平台上线。其中“东方信用直播”已播出五期，内容涵盖负利率话题、区域城投风险分析、四类园区城投解析、房地产风险点等方面，明星分析师们通过深入浅出的形式分享专业知识，反响颇佳。

此外，东方金诚全新推出“东方信用短视频——债市七分谈”，以“七分看债市 三分看金诚”的初衷，把握债市动态，解读行业热点，从评级视角积极为市场输出专业观点。

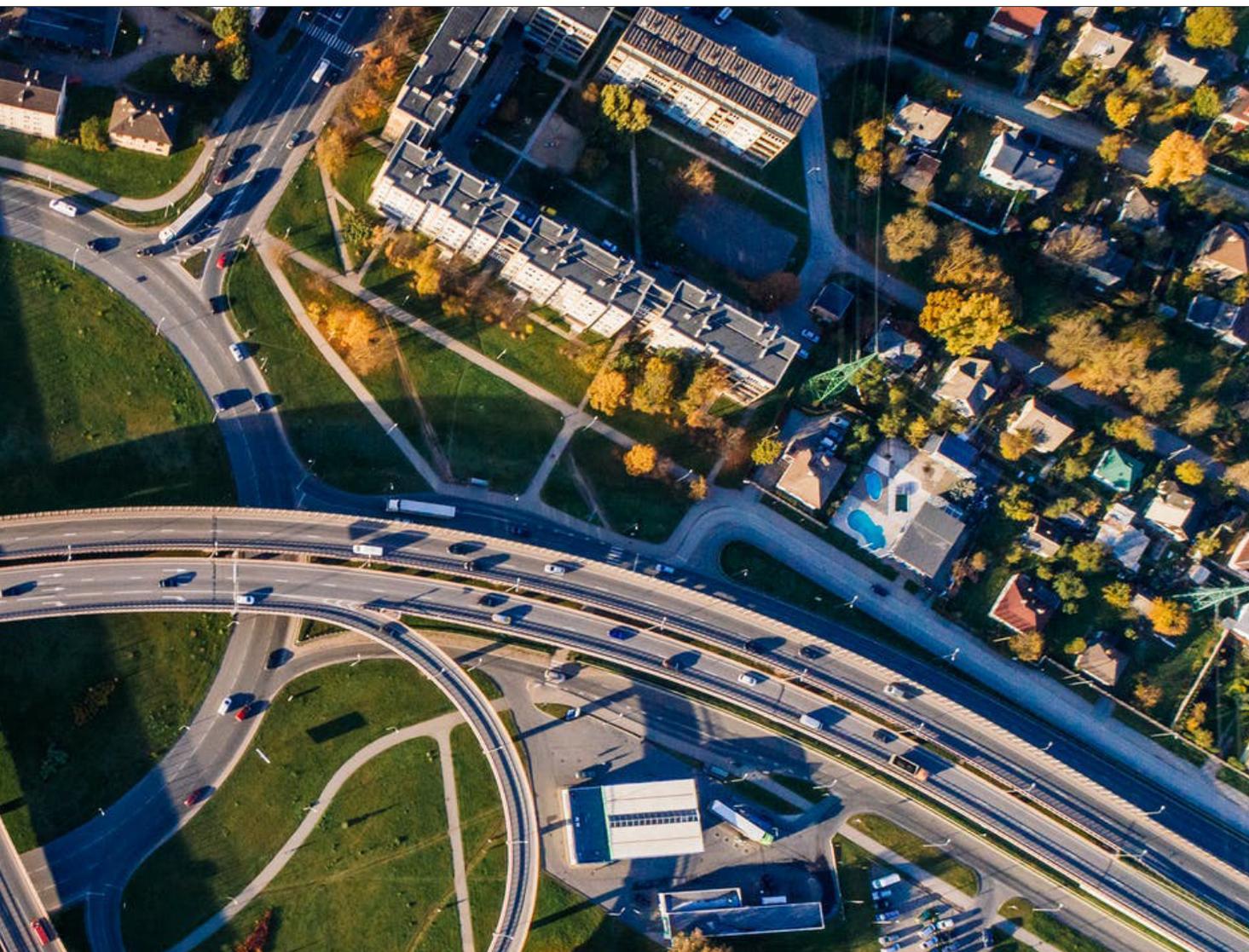


新政背景下园区城投信用风险分析

最近几年，我国债券市场信用风险集聚，信用瑕疵事件频发，债券违约数量和规模均呈上升趋势。目前，违约主体虽主要集中于民营企业，但已向国有企业蔓延，违约主体信用等级亦由低向高迁移。上市公司、AAA级发行主体、商业银行、高等级国企等，信用链条正一层层被向上突破。从我国债券市场违约的传导路径来看，完全符合信用质量从边缘到核心层层递进的排序，城投债位于整个信用链条比较靠后的位置，

一旦出现违约，将对金融系统甚至地方政府信用造成较大的冲击，而处于信用链条上的民企、低等级国企等较城投企业信用层级更低的发行主体都将遭受降维打击，信用崩塌对信用链条低端的冲击力度亦会更大。在此背景下，我国城投债信用风险研究的重要性凸显。

从城投企业自身发展来看，作为地方政府重要的基础设施建设及国有资产运营主体，其业务区域专营性普遍较强，经营和发展均可获得属地政府直接或间



接的相关支持。不过，受制于区域环境、平台重要性、业务结构及自身经营管理能力等因素，城投企业发展程度不尽相同，经营与财务表现差异性较大。以发展程度较高的园区城投企业为例，其运作模式已从传统的基建主体逐步转向以资本运营与资本管理为主，以园区为主要投资经营和服务领域的综合性现代化集团，其业务模式由粗犷开发转向精耕细作，其转型过程亦保持与国家产业结构调整政策步调一致，仍可享受一定的融资红利与财政补贴，政府的隐性支持犹存，重要性不减。

通过梳理相关文献及各机构的研报可以发现，当前针对城投企业的研究焦点主要集中于各发债大省及

城投债信用风险较高的网红地区，将城投企业或城投债分省份或地区的对比研究较多，但按城投债发行主体类型（省级、地市级、区县级、园区）区分而进行的针对性分析较少；受累于园区经济、财政数据的可获得性等因素，针对园区城投及其信用债发行的研究尤显不足。

本主题研究以东方金诚城投企业信用评级方法为指引，从发展程度相对较高的国家级园区入手，立足于国家级新区、国家级经开区、国家级高新区和海关特殊监管区域四个维度，结合不同类型园区经济特征、政策红利、发展潜力、城投主体特点等，对园区城投债信用风险进行深入分析及展望。■

从百草园到三味书屋 ——后浪争流中的国家级新区

文 | 公用事业一部 马丽雅

主要观点

- 王牌浦东发展潜力依然巨大，承接长三角发展规划的最大能级。江北、湘江、西海岸等新区产业路径明晰，多元化的产业结构助力深层次的产城融合。两江新区和天府新区是成渝一体化发展高地，新一轮产业竞争格局初步形成。
- 体制改革难题在赣江、天府等新区较为突出，子园区各自强大而凝聚力尚浅。隐债化解难题集中表现在滨海、贵安、西咸等新区，投入产出失衡明显。人才流失问题存在于综合实力靠后省份的新区，而兰州新区的移民计划值得推敲。
- 新区规划建设需求大，城投公司基建职能持续性很强，债市潜力亦较大。新区土地资源溢价空间大，城投公司在片区开发进程中面临的红利多。新区是产业发展集聚区，为城投转型领域的多元化提供沃土。
- 新区城投面临的挑战亦较多。一是城投管理体系理顺过程的磨合之痛，二是债台高筑时期的隐债化解之痛，三是缓慢发展新区的城投等待之痛，四是从吸引到利用产业盈利的转型之痛。

一、国家级新区概述

国家级新区的发展在园区序列中相对年轻，大致可分为三个阶段。第一阶段为探索试

点阶段（1992~2009）：为落实深化改革，引进全球资本，加快生产要素的集聚，实行对外开放的重大部署，国家批复上海浦东新区和天津滨海新区。

第二阶段为缓慢增长阶段（2010~2013）：该阶段通过国家级新区数量稳步增长拉动内部，以应对经济危机带来的消极影响。国家在内陆、东部沿海、西北、南粤布局，相继批复成立重庆两江、浙江舟山群岛、甘肃兰州和广东广州南沙4个新区。

第三阶段为快速增长阶段（2014年至今）：我国经济发展迈入新常态，区域发展战略趋于多元化。国务院相继批复13个新区，其中2014年、2015年各批复5个国家级新区；2016年批复长春新区、赣江新区，2017年批复雄安新区。

图表 1：国家级新区分布图



数据来源：公开资料，东方金诚整理

规划层面上，国家级新区被赋予极高的期望，发展的先决条件极为优异。首先，国家级

新区战略定位高，新区多是为迎合国家战略而设立，以全球战略、内陆开放、海洋经济、邻国合作等为导向。其次，国家级新区交通优势足，七成新区坐拥国际机场、八成新区设有高铁站点，使资源的交互效率更高。再次，国家级新区既要对内形成新的经济增长极，又要肩负对外开放的使命；一方面，新区境内的国家级经开区、高新区、创新园区等占据着其产业发展的主导角色，另一方面，实际拥有综保区功能的新区亦不在少数。

实际发展中，国家级新区正按各自的定位前行，在逐步发展成一座城市中坚力量的同时，也存在发展难题和尚待理顺的事项。新区的城投公司亦在区域发展的优劣因素综合作用下，面临各自的机遇和挑战。

二、国家级新区区域分析及展望

为了更好地类比分析，本文试图将 19 座国家级新区分为五大类，分为行政区、延续式、协同式、跨越式和全域式。其中，升格成为行政区的国家级新区仅包含两座，即浦东新区和滨海新区。延续式新区数量较多，即延续原有城市空间，作为主城的一部分而延续发展。协同式新区位于两市之间，旨在加速区域协同一体化。跨越式新区秉承“一江两岸，共同繁荣”的理念，与老城一江之隔，形成两岸空间拓展关系。全域式新区即全市（区）范围的城市特质化功能发展区。

图表 2：国家级新区的分类分析标准

行政区	延续式	协同式	跨越式	全域式
1. 浦东新区（1992） 2. 滨海新区（1994）	1. 两江新区（2010） 2. 兰州新区（2012） 3. 天府新区（2014） 4. 滇中新区（2015） 5. 长春新区（2016）	1. 西咸新区（2014） 2. 贵安新区（2014） 3. 赣江新区（2016）	1. 湘江新区（2015） 2. 江北新区（2015） 3. 福州新区（2015） 4. 哈尔滨新区（2015）	1. 舟山新区（2011） 2. 南沙新区（2012） 3. 西海岸新区（2014） 4. 金普新区（2014） 5. 雄安新区（2017）

注：东方金诚整理

1. 行政区类新区

浦东和滨海两座老牌新区实力雄厚，对城市发展功不可没，但区位与产业的差异，导致了发

展的分化；展望未来，浦东新区产业布局强者恒强，长三角龙头地位依然，发展潜力仍很大；滨海新区产业发展基本面向好，但其投资驱动型发展路径，导致债务化解成为常态

浦东新区是我国设立最早的国家级新区，于 1990 年开发、1992 年批复，经济实力最为雄厚。2019 年，浦东新区实现 GDP12734.2 亿元，一般公共预算收入 1071.5 亿元，遥遥领先于其他新区，居于榜首。滨海新区于 1994 年批复设立，并在 2009 年升格为行政区。但由于投入产出比不及浦东新区，致使滨海新区的发展呈现债务驱动经济的局面。2016 年，滨海新区 GDP 从 10002 亿元调减至 6654 亿元。挤水分后几年的 GDP 增速分别为 6.00%（2017）、4.40%（2018）、5.80%（2019）。2019 年，滨海新区实现一般公共预算收入 502.68 亿元，在国家新区序列中仍位居第二位。

同时起步的两个新区，在对城市 GDP 的贡献上功不可没。2019 年，浦东新区 GDP 占上海市的比重约 33%，滨海新区 GDP 占天津市的比重近 40%。但两个区域的发展已然出现分化，浦东新区强者恒强，而滨海新区则以“挤水分”示弱。这背后，则是新老城区位与发展定位不同的结果。滨海新区与天津市区距离较远（约 30 公里），其发展更像依靠港口和制造业再造了一座新城；而浦东和浦西的距离，仅隔一条黄浦江，是同一城市拓展地盘的必然，资源互通效果更好。同时，两区发展基础不同，支柱产业各异，进而导致了人才结构和消费结构的异同。浦东新区面貌以商业楼宇、高素质人才、金融资本为特征，而滨海新区以标准化厂房、技术工种等为特征。

展望未来，浦东新区产业布局强者恒强，长三角龙头地位依然，发展潜力仍很大。一是政策层面不断加码。2019 年 6 月，上海出台“浦东 20 条”继续全方位支持浦东新区。二是长三角龙头地位不可撼动。浦东将继续在汽车制造、

通讯智造、集成电路等产业中发挥领头羊的作用，承接长三角发展规划的最大能级。三是国际金融中心地位不断夯实。我国金融产品创新试点多在浦东施行，这有助于国家金融体系在探索中逐步完善，亦有利于巩固浦东新区国际金融中心的地位。

滨海新区产业发展基本面向好，但其投资驱动型发展路径，导致债务化解成为常态。一方面，滨海新区发展基本面依旧向好。作为京津冀重要节点，滨海新区拥有中国北方最大港口，海洋装备、大飞机、大火箭、超级计算机等核心技术不可取代，为工业和服务业的发展提供较好的支撑。另一方面，近些年投资驱动型的发展模式，使得滨海新区累积了大量债务，且投入产出比的平衡尚待时日，化债之路任重道远。

2. 延续式新区

作为西部大开发的重要节点，两江新区和天府新区形成了以汽车制造、电子信息、总部基地为代表的产业体系，具备较强的发展后劲；但成渝一体化发展之路上，尚存在带动力不足、产业同质化、科研投入低、体制待理顺等问题

成渝地区国家战略较为密集，两江新区和天府新区的相继设立，是我国改革开放从沿海到内陆的标志。重庆两江新区历经 10 年发展，以仅 1.5% 的地域面积，贡献了 15% 的 GDP，成为重庆市主导产业的代表区域。未来经济布局方面，重点片区江北嘴金融资产规模突破 1.4 万亿，约占重庆市的 25%；连续两年召开的智博会，旨在打造智能产业集群。四川天府新区重点打造以现代制造业和高端服务业为主的科技创新高地，俨然成为西南地区互联网研发中心，且在文创、直播等新经济领域的集聚效应明显。整体来看，作为“成渝地区双城经济圈”发展规划的核心增长极，两座新区在汽车制造、

电子信息、装备制造、新经济等领域的表现突出，具备较强的发展后劲。

但如果以国家级新区的标准严格要求，两座新区尚有不足之处。一是两座新区经济规模偏小，带动力尚不足。两座新区的 GDP 均在 3300 亿左右，相较规划目标 6000 亿进展趋缓。进而，成渝城市群的发展亦是不足的，约 5.09 万亿的经济规模仅占长三角城市群的 30%、长江中游城市群的 60%。二是两座新区的高新科创产业短板有待强化。虽汽车制造、电子信息、总部经济等产业的发展有了初步成果，但整体产业结构偏低端并没有根本改变，区内高新企业数量、创新人才数量有待提高。三是成渝连接线中部塌陷严重，具有联接功能的次级枢纽城市尚未形成，呈现两头大、中间塌陷的发展特点，导致双城经济圈的网路一体化程度不高。四是新区管理体制尚待理顺，即如何解决“两虎相争”、“一区托多区”等矛盾。

竞争与合作并存是两座新区未来发展的常态化特征，产业同质化、竞争大于合作的矛盾或许将在各自强大的过程中逐步明晰，进而拉长合作产业链，形成更多高附加值产业集聚和更强的辐射中心，真正走上一体化发展之路。兰州新区、滇中新区和长春新区的产业和人才集聚相对缓慢，产城融合之路或较为漫长，而移民战略、劳动密集策略等料将为此类新区的发展路径提供启示

三座新区面临的共同难题，在于产业集聚相对缓慢，人才集聚效应不明显。兰州新区于 2012 年被批复设立，至今区内人口仅 30 万，经济规模近 250 亿元，仅相当于一座小型城市，尚未形成经济增长极。滇中新区 2015 年被批复设立，依托杨林经开区、天乐机场而发展，立足打造昆明市工业发展高地，经济规模近 900 亿元，位于新区序列中等偏下游。长春新区 2016 年被批复设立，依托长春高新区等园区而发展，重点打造装备制造、生物医药等产业集

群，但对单一产业依赖度较高。2019年，长春新区GDP为732亿元，但一般公共预算收入仅18亿元。

三座新区所背靠的城市，分别位于我国的西北、西南和东北方向，并非我国经济规划版图中优先得以发展的地区，因此城市自身的产业附着能力相对有限。展望未来，三座新区的产城融合之路或许较为漫长，但好的迹象似乎已经出现。近期，甘肃向兰州新区移民已经进入实操阶段，通过移民和区域整合，实现逐年人口倍增；同时，为了人能留住，农业和劳动密集型产业则成为其第一阶段产业布局重点。这条产城融合之路，或将为中下游新区提供典范。

3. 协同式新区

协同式新区位于两市之间，在管理体制、财税分配等方面存在挑战，发展路径应遵循由内而外原则；西咸新区产业和债务两手抓，贵安新区大数据是起点，赣江新区合力发展是关键

协同式新区包括贵州贵安新区、陕西西咸新区和江西赣江新区。三座新区均位于两市之间，规划面积均较大，进而加大了建设和管理难度。管理体制上，三座新区的管理权限均已下放至省会城市代管，但直管区和共建区会因争取优质利益、避开社会负担等事项出现矛盾，难以形成发展合力。财税分配上，由于新预算法的推行，园区财政不再独立，而协同式新区、所涉城市、以及区内有独立财权的子园区，将面临财政收支的重新分配。

展望未来，协同式新区的发展路径应遵循由内而外原则，即三步走战略。首先应发展强市核心区，打造明星城市，赢得产业竞争的机会。其次应发展城市新区，借助明星城市和新政策来吸引优质产业，走上全产业链发展之路。再次是协同城市被带动发展。在明星城市和实力新区的辐射下，协同城市可充分吸收产业外溢，或成为产业链重要一环，助力国家新

区走上一体化发展之路。

西咸新区的核心城市（西安市）经济实力雄厚，即将挺近万亿GDP城市名列。而西咸新区的发展难题，一是化解债务，二是留住人才。前期大力开发建设的投资回报，要依靠产业，也要依靠人才。目前，西咸新区五大组团发展路径较为明晰，招商引资初见成效，地区生产总值超过500亿元，投资增速保持两位数增长。预计未来，西咸新区产业实力将稳步增强，临空、文旅、高新等多方位的产业布局，亦将为新区带来源源不断的人才输入，形成良性闭环。

贵安新区的核心城市（贵阳市）属于三线城市，经济规模超4000亿元，高端产业的落地能力相对较弱。近年来贵州全省迎来大数据投资风口，但也存在起点高、后劲不足的问题。目前落户贵安新区的项目多为大数据存储，虽在产业链中很重要，但存在附加值低、一次性投资、复投概率低等特性，聚集人才能力亦相对较弱。论未来发展，贵安新区应优先凭借靠劳动密集完成资本积累，再依靠一定人才基础与低成本，吸引大企业的核心技术转移。同时，这个过程还必须伴随贵州地方基础设施，教育水平，城市配套服务的大力发展。赣江新区的核心城市（南昌市）亦属于三线城市，经济规模位居全国城市第36位，因此江西省采取“捆绑销售”模式打造新区。但谈发展前的首要问题，是要解决管理体制难题，以更好形成发展合力。

4. 跨越式新区

多元化的产业结构助力湘江新区实现更深层次的产城融合；江北新区传统工业和新兴工业齐头并进，打造长江北岸工业高地；福州新区和哈尔滨新区地缘特点更为突出，战略地位更重要

长沙湘江新区位于湘江西岸，于2015年4月被批复设立。工业方面，国家级园区三足鼎

立，覆盖长沙高新区、宁乡经开区和望城经开区，以智能装备为主的智能制造产业、以移动互联网为主的电子信息产业、以旺旺集团为代表的食品深加工产业增长动能逐步加强。同时，区内科研机构、知名学府众多，高中等职业技术教育发达，为产业发展提供强大的智力支撑。房地产方面，花式地产合理布局在湘江西岸。梅溪湖片区重点打造医疗健康类地产、滨江新城重点打造金融商务类地产、洋湖新城重点打造总部经济类地产、大王山重点打造游乐文旅类地产。整体来看，多元化的产业结构助力湘江新区实现更深层次的产城融合，湘江新区已成为长沙市发展的新增长极。

南京江北新区位于长江北岸，于2015年6月被批复设立，是南京市的工业发展高地，坐拥南京高新区、南京海峡两岸科技工业园、南京化学工业园三大国家级园区。传统工业方面，江北新区所辖的大厂街道，曾是近代中国化学工业的摇篮，化工产业基础雄厚，以乙烯、醋酸、氯化工为三大支柱产业。新兴产业方面，江北新区定于为自主创新先导区，重点打造芯片之城和基因之城，集聚了台积电、清华紫光、世和基因、先声制药等龙头企业，并拥有人类最全基因组数据中心。整体来看，江北新区传统工业和新兴工业齐头并进，为南京市工业高质量发展埋下伏笔。

福州新区于2015年8月被批复设立，从闽江出发一路延绵至台湾海峡，与台湾省隔海相望。福州新区港口优势明显，福州港货物吞吐量2019年2.1万吨。福州新区具备一定的产业基础，机械装备、冶金、食品、纺织等传统产业体系较为完善，并着力打造东南大数据中心等新兴产业。更重要的是，福州台资企业数量众多，是内陆与台湾省开展贸易的重要领地，对台贸易优势明显，更易形成相互依存、相互制约的关系，战略地位重要。

哈尔滨新区于2015年8月被批复设立，位

于松花江北岸。依托于哈尔滨高新区、哈尔滨经开区和利民经开区三大国家级园区，哈尔滨新区在装备制造、生物制药、绿色食品等领域的发展较为突出。尤其在装备制造方面，哈尔滨新区拥有众多大型军工企业，在飞机研发制造等方面贡献突出。哈尔滨新区优先定位于对俄合作，未来将继续发挥区位优势及产业特性，夯实军工基础，拓展金融贸易，全面开启中俄合作。

5. 全域式新区

金普新区产业基础较好，但理顺管理体制、优化偿债环境或是发展前提；西海岸新区的家电制造上升为科技研发，文娱旅游携手电影产业，整体发展有升级之势；位于经济强省的舟山群岛新区和南沙新区，“补短板”效应将逐渐显现，强化多点联动发展需求

大连金普新区，与大连市金州区合署，2014年6月被批复设立。但2010年以来，原金州区的一系列区划合并重组事件，即原金州区、大连经开区和普湾经济区的合并，带来了管理体制的僵局。2019年，金普新区GDP在2000亿元附近，一般公共预算收入近200亿元，在国家新区序列位于中等偏上，有被赶超的趋势。而金普新区发展主力军——大连经开区，在2019年国家级经开区综合发展水平综合排名中位列29名，从TOP10一路跌落。展望未来，金普新区优先要解决管理体制和激励机制的难题，形成管理合力，进而夯实产业。同时，金普新区所在的辽宁省偿债环境趋于恶化，亦对未来区域的招商和融资提出挑战。

青岛西海岸新区，与青岛市黄岛区合署。青岛胶州湾隧道的通车，打破青岛市“一城不同城”的怪圈，西海岸新区已成为青岛发展的新增长点。2019年，西海岸新区GDP为3554.40亿元，一般公共预算收入268.10亿元，在国家新区序列位居第三，综合实力很强。工

业方面，以青岛经开区为核心的工业经济发达，尤其在家电制造领域，海尔、澳柯玛、海信等家电龙头屹立不倒，而以此为基础布局的半导体等高科技产业稳步推进。同时，西海岸新区大力布局旅游、度假、文娱等休闲产业，利用自身优势打造电影产业链，“星光之路”趋势向好。

舟山群岛新区和南沙新区，分别与浙江舟山市、广州南沙区合署，均位于我国经济强省。强省之下的国家新区布局思路，与中西部省份有别，更早进入补短板时代。舟山市经济财力位列浙江省中下游，但背靠我国第一大港（宁波-舟山港），能源贸易、物流产业发达，具备产业发展优势。南沙新区地处珠海、广州、深圳、香港等主城区的几何中心，定位于粤港澳全面合作示范区，但面临虹吸效应的压力。而在国家新区战略的加持下，两座新区将在政策优惠、项目招引、体制创新等方面多点开花，满足省（市）内多点联动发展的需求。此外，雄安新区正在夜以继日的建设中，此千年大计，承载着京津冀再次腾飞的愿景。

三、国家级新区城投分析及展望

1. 发行分析

国家新区建设任务依然繁重，部分区域化债压力较大，预计城投债发行增势不减，再创新高概率很大

近十年间，国家级新区城投债发行规模的趋势变化，与整体城投债市场基本一致，因政策时松时紧而呈现出大小年的交替变换。新区城投债以中期票据、PPN 等为主的银行间产品发行规模较为平稳，预计未来走势将稳中有升。而交易所的私募债分别于 2016 年和 2019 年出现井喷，预计 2020 年全年发行规模同比只增不减，一是建设之需、二是还债之切。发改委的企业债券由于审批流程较长，规模偏小，是新

区域投融资的有益补充。未来两年，国家新区建设任务依然繁重，投入产出回报明显改善的可能性不大，部分区域化解债务压力巨大，预计城投债发行增势不减，再创新高的概率很大。

图表 3：国家级新区城投债发行及存续规模（单位：亿元）

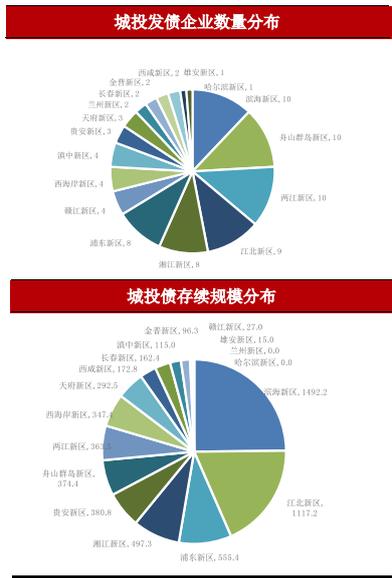


数据来源：Wind，东方金诚整理

城投整合将是顺势所趋，减量提质，合力打造更强的城市新区

从新区城投发债企业数量上看，滨海、舟山群岛、两江新区均为 10 家，江北、湘江、浦东新区亦较多；或是由于子园区独立发债能力强，或是由于新区所辖全域区县平台众多。多数新区城投发债企业较少，或是由于统一整合成就了“一家独大”的巨无霸平台，亦或是发债需求尚未被激发。而福州新区和南沙新区至今未有城投发债记录。论未来新区数量的变化，或许整合将是顺势所趋，数量逐步减少，资产实力日渐增强，更有利于形成自上而下的管理模式，合力推动城市化发展。

图表 4：截至 2020 年 6 月末国家级新区城投债区域分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2. 偿债分析

新区城投债务规模差距较大，赣江、滇中、天府等新区城投短期内偿债资金较为充裕，而西咸、贵安等新区城投债务与财力配比失衡，将长期面临偿债压力

由于批复时间和发展程度的不同，十九座新区城投的有息债务规模差距较大。滨海新区和江北新区的城投债务规模领先，超 3000 亿元，浦东、天府、西咸等紧随其后。上述新区批复设立较早，位于东部沿海及中西部核心城市，融资能力和意愿均很强。而东北、偏西部及较新批复的新区，受融资环境、融资期间短等因素影响，债务累积较小。若综合考虑 GDP 和财政收入的规模，可以发现，西咸新区和贵安新区城投债务远高于其地区经济财政规模，债务驱动发展模式过于激进；江北新区、舟山群岛新区亦值得关注。

从短期偿债压力看，赣江、滇中、天府新区的城投公司，其货币资金能够覆盖短期债务。而债务率较高的江北新区城投，由于地处长三角经济活跃带，其货币资金短债比率亦表现较

好。但滨海新区、贵安新区短债偿付压力较大，各类债务指标表现均较差。

图表 5：截至 2020 年 6 月末国家级新区城投债务情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

3. 盈利分析

多数新区城投以公益性较强的基础设施建设 and 公用事业运营为主，盈利能力普遍偏低，虽明显改善的可能性不大，但考虑到新区在城市未来发展中的核心地位，预计新区城投自身盈利能力存在较大的增强契机，盈利能力料将有所增强

近年来，多数新区尚处于建设扩张阶段，其从事的业务以公益性较强的基础设施建设为主，盈利能力普遍偏低，但主要盈利指标有回暖趋势。具体来看，新区城投营业收入稳步上升；净利润先降后升，得益于 2018 年监管政策的边际放松；来自政府的补助收入近两年亦有所回升，反映出新区在城市建设进程中举足轻重的作用。同时，新区城投的净资产收益率有企稳趋势，相较全国城投样本（逐年小幅递减）而言，表现较好；虽明显改善的可能性不大，

但考虑到新区作为城市未来建设的核心地带、以及主导产业发展的重点区域，预计新区域投自身盈利能力存在较大的增强契机，盈利能力料将有所增强。

图表 6：国家级新区城投盈利能力指标（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

从具体区域和企业盈利表现看，多数新区城投的主营业务仍以基建、土整和公用事业运营为主，并辅以房产开发、金融服务、贸易等其他经营性业务。营业收入规模较大的新区，多为贸易业务的开展所导致，但净利润普遍不高。滨海新区城投公司数量最多，其营业收入最高，主要系城投公司利用区域港口优势而开展贸易业务所形成，但该业务毛利水平较低。对于湘江、滇中等新区的主要城投，其贸易业务收入占比均很大，导致营收规模较高。浦东新区城投公司的营业收入亦较高，且净利润规模最大，主要得益于房地产、基建工程施工、金融等业务盈利水平较好。

新区城投序列中，5家企业的净资产收益率超过6.0%，其中浦东新区3家（陆家嘴集团、外高桥资管、金桥集团）、两江新区1家（悦来投资）、长春新区1家（长发集团）；上述企业拥有较为优质的经营性资产，如核心地段商品房、上市公司股权、金融子公司等。对于滨海、西咸、贵安等投资较为激进的新区城投，净资产收益率不足2.0%，主要系现阶段区域财政承压明显，基建业务回款较慢所致。金普新区的两家城投（德泰控股、时泰城建）净资产收益率均低于1.0%，区域融资环境对企业盈利

的挑战较大。

4. 管理能力

老牌新区城投的管理思路渐清晰，多采用新区管委会直接管理模式，部分新区城投试图打造“自上而下”的管理模式，但集团公司对子公司的管控能力有待考证；减政强园、合力发展，或是未来新区城投整合的大势所趋

老牌新区的城投公司多采用新区管委会直接管理模式。浦东新区的城投公司布局较早，新区层面和各子版块均有成熟的城投公司负责开发及运营，管理模式相对清晰，均受浦东新区国资委统一管理。有着同样管理思路的，还包括滨海新区、两江新区等。而实操有别，滨海新区内的三座国家级园区目前仍由各园区管委会直管，两江新区如何协同三个市辖区实现“1+3>4”效应，管理之路仍在逐步探索和理顺。

多数新区并非从零起步，而是依托现有园区（国家级高新区或经开区）而发展，管理的复杂程度不轻。天府新区自身的管理即存在两虎相争，区内的城投公司亦是如此。两大核心城投实力相当，天府新区投资集团负责直管区的开发建设，成都高新投资集团负责高新区的开发建设，但势均力敌，各自为王，分久必合势在必行。金普新区在成立之初，亦存在同样的操作模式，即子园区各自独大。近年来，伴随体制的逐步理顺，金普新区主要子版块城投公司德泰控股（大连经开区）和时泰城建（普湾经济区）的控股股东均变更为金普新区管委会，同时实力较强的大连经开区享有金普新区经济管理权限，一定程度上减少了各自为政的矛盾。

部分新区试图打造“自上而下”的城投管理模式。江北新区直管层面最核心的城投公司扬子国资，已初步完成子园区城投的整合与收编；如原南京高新区的城投，已更名为江北新区产投并被收编，原大厂国资，目前已被扬子

国资收编并整合成为江北新区公用事业运营主体。同时，江北新区所辖浦口区，将多家城投整合成为南京大江北国投集团，六合区的整合计划或许也在路上。无独有偶，西咸新区自成立起，便形成严密的自上而下管理风格。西咸新区发展集团，携手五家组团的城投公司，在新区建设中贡献突出，但亦应警觉隐债化解压力。赣江新区城投的管理架构与西咸新区类似，形成赣江集团“一托多”模式。但异同点在于，四个组团的城投公司以托管的形式而非被取得的实际控制权的形式，被并表至赣江集团，但依然各自为政，母公司对托管子公司的管控力度有待提高。

综上所述，国家新区的城投公司仍面临一些管理难题，但管理思路似乎已逐渐明晰，减政强园、合力发展，或是未来新区城投整合的大势所趋。

5. 转型经验

新区城投依然保持基础设施建设和城市综合开发的核心业务不变，同时也积极探索新的业务模式和融资模式，利用国家新区的产业特点谋求合理转型方向

对于多数新区城投的转型，更多的是“两条腿走路”。一方面，城投公司依然要承担新区基础设施建设和其他政府性投资项目，这是城投的本质、职能和担当。另一方面，城投公司应利用国家新区的产业特点谋求转型，积极探索新的业务模式和融资模式，通过区域内国有经营性资产的优化整合、并购重组，开展与自身资源相关的经营性业务，以盘活存量资产、化解存量债务、增强造血功能。

近年来，新区城投在转型方面做了很多探索。如浦东新区，其有城投最初的雏形，也是城投转型的典范。伴随浦东新区的强大，曾以开发建设为主业的城投公司，已纷纷在转型之路做出成绩。如浦东发展集团，在多年开发建

设进程中，累积了丰富的建设施工经验，通过开展基础设施工程施工而获取到丰厚的报酬，在长三角区域竞争优势极为明显。再如陆家嘴集团，目前已成为金融控股平台，涉及商业地产开发租赁、金融服务等领域，下设爱建证券、陆家嘴信托、陆家嘴国泰人寿等金融公司。而高科园区城投——张江集团，以园区开发经营和高科技项目投资为导向，投资了中芯国际、Wind、深天马 A 等科技龙头，回报率丰厚。腹地经济的强大，使得城投公司坐拥巨大转型红利。浦东新区的城投公司，有其天时地利人和的优势，虽很难被复刻与超越，但其转型思路值得思考。

如湘江新区发展集团，利用新区大力布局花式地产的契机，参与土地征拆、片区开发和商业房产运营。再如西海岸发展集团，未来或将借助市级力量的整合，获取当地优质民族企业的投资收益。又如两江新区，试图追随浦东新区的脚步，在工业核心区（两江新区开发集团）、金融（江北嘴投资集团）、保税（保税港区开发集团）、商业地产（悦来投资集团）等领域多点开花。

6. 新政探讨

园区预算收支纳入本级预算，有助于国家级新区财政管理体制的理顺，而得益于较高的地位，新区将在财政再分配过程中获益；新区建设资金来源将更依赖于城投公司，新区城投整合或将加速，造血能力和融资能力的增强指日可待

新修订的预算法中，针对园区财政的归属问题，并没有做实质性修改，只是“进一步明确”园区预算收支纳入本级预算这一要求，即明确了“本级政府”财政部门对本级政府“派出机关”的财政预算的直接管辖权。

考虑到国家级新区的战略地位高、行政层级高、且持续建设需求大，因此在财政预算收支在纳入本级政府并再分配的过程中，存在一

定的优势。同时也应关注到，国家级新区规划范围大、子园区众多、各片区实力层次不齐、管理体系错综复杂，新预算法对于财政预算管理“相对”独立的强势子园区（尤其是实力强大的老牌经开区、高新区等），可形成有力的约束，进而助力国家级新区的财政管理体制的早日理顺。而对于绝大多数新区及下辖子园区，本身即服从本级政府的管理，新政对财政管理体制的影响较小。

虽然国家级新区大概率将在财政再分配过程中获益，但面临较大的建设支出需求和较为繁重的社会事务支出，地方财力相对有限，因此新区建设资金来源将更依赖于新区城投。一方面，新区城投的融资规模将进一步扩大，以满足新区建设之需；为达目的，地方政府及新区管委会对于城投公司的支持力度或将加大，助力新区城投融资能力的增强。另一方面，新政的约束或将加速新区城投的整合重组，部分子园区亦或将走上合并之路；在整合的过程中，园区的实力和城投的资产将更加凝聚，造血能力和融资能力的增强指日可待。而在新区建设发展的过程中，债务的红线不可破，新修订的预算法依然强调政府债务的限额管理、隐性债务的化解和或有债务的禁令，化解债务警钟长鸣。

国家级新区尚处于建设、立业、聚才的关键阶段，且拥有比本级政府更加灵活、高效的管理机制，尤其在招商引资和产业发展服务方面表现突出。其中，不乏核心子园区已成为地方财政收入的主力军，尤其在地方政府的税收来源方面，园区贡献度在逐步提高。在财政体制逐步理顺的进程中，国家级新区及其城投将从“受哺”到“反哺”，更加积极有为。

四、总结

王牌浦东发展潜力依然巨大，承接长三角发展规划的最大能级。江北、湘江、西海岸等

新区产业路径明晰，多元化的产业结构助力深层次的产城融合。两江新区和天府新区是成渝一体化发展高地，新一轮产业竞争格局初步形成。但值得关注，体制改革难题在赣江、天府等新区较为突出，子园区各自强大而凝聚力尚浅。隐债化解难题集中表现在滨海、贵安、西咸等新区，投入产出失衡明显。人才流失问题存在于综合实力靠后省份的新区，而兰州新区的移民计划值得推敲。

新区规划建设需求大，城投公司基建职能持续性很强，债市潜力亦较大。新区土地资源溢价空间大，城投公司在片区开发进程中面临的红利多。新区是产业发展集聚区，为城投转型领域的多元化提供沃土。但新区城投面临的挑战亦较多。一是城投管理体系理顺过程的磨合之痛，二是债台高筑时期的隐债化解之痛，三是缓慢发展新新区的城投等待之痛，四是从吸引到利用产业盈利的转型之痛。■

从三十而立到四十不惑 ——摸着石头过河的国家级经开区

文 | 公用事业一部 张青源

主要观点

● 国家级经济技术开发区与改革开放相伴而生，作为改革开放的“试验田”和城市发展的“排头兵”，是城市经济增长极和产业升级主推力，在全国经济财政贡献占据10%以上。

● 国家级经开区发展路径各异，综合实力呈现区域性分化。随着招商引资政策弱化，更多的是服务的较量、科技创新的运用、营商环境的改善。

● 新时期政策红利逐步释放，总体利好国家级经开区的发展，致力于打造产业发展的新高地。但严苛考核体系对尾部经开区带来挑战，经济腹地实力偏弱、产业结构不合理的经开区或将走向危险边缘。

● 随着新预算法的实行，园区财政主体地位更加明晰，园区城投融资需求或将保持高位，债务管理红线仍不可放松。

● 国家级经开区城投企业信用风险总体较低，但持续呈现结构性分化，需关注所在地区产业高度风险、财政增长乏力、现金流无法匹配到期债务、债务结构不合理的城投公司再出现违约风险。

国家级经济技术开发区是与改革开放相伴而生的，是中国最早在沿海开放城市设立的以发展知识密集型和技术密集型工业为主的特定区域，发展历程已经走过了三十多个春秋，在

中国现存经济技术开发区中居于最高地位，对经济社会发展起到重要的辐射带动作用，有力推动高质量发展和可持续发展。

一、经开画像：生如夏花，城市经济的增长极

沐浴着改革的春风冉冉升起，国家级经开区承担起增加区域经济总量的重任

1984年，改革开放总设计师邓小平从厦门回京后，提出除了经济特区之外，可以再开放几个点，增加几个港口城市。这些地方不叫特区，但可以实行特区的某些政策，经济技术开发区的概念应运而生，可以引进国外的先进技术，可以中外合资。我国长期实行高度集中统一的计划经济，不能立即实行全方位开放，只能由点到面，渐进式实现开放目标，国家级经开区恰好满足这一要求。

一般而言，一个城市先有经开区后有高新区，经开区承担的是迅速做大全市经济总量的任务，虽然也注重质，但更偏重量；高新区主要侧重产学研结合，对量的要求要弱于经开区，承担的是发展高新产业、优化产业结构的任务。经开区目标是发展新型工业、增加区域经济总量，同样也是为了解决审批手续繁杂、机构叠床架屋等体制问题；同时服务于城市功能分区、加速产业集聚效应，起到腾笼换鸟的作用，改善交通和居住环境。

1984年9月25日，国务院批准建立大连经济技术开发区，拉开了国家级经开区序幕，首批14个于广州、大连、上海、青岛等12个沿海城市建立。1992年，随着对外开放和引进外资的又一次高潮，国家级经开区进入快速发展期，在温州、武汉、重庆、乌市等设立18个国家级经开区。2000年，随着西部大开发战略的提出，国家级经开区进入稳定发展期，主要在中西部地区省会、首府城市设立国家级经开区，国家级经开区也开始“第二次创业”，从单纯的工业园区到多功能城市新区，从单纯依靠优惠政策到吸引外资。2003年，随着科学发展观的提出，国家级经开区步入科学发展时期，致力于发展现代制造业、高新技术产业、高附加值服务业。2019年起，国家级经开区的发展步入战略转型期，《国务院关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》要求各类开发区建设成高水平营商环境的示范区，打造改革开放新高地。

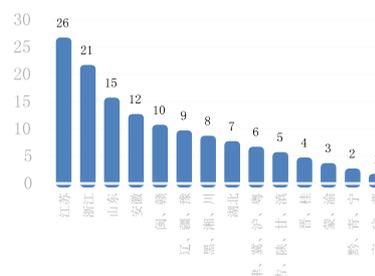
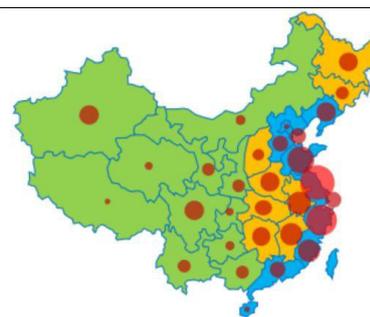
国家级经开区经济财政贡献占全国10%以上，增速优于全国平均水平

国家级经开区主要分布于东部地区，尤其集中在长三角。国家级经开区经济财政贡献占全国10%以上，增速优于全国平均水平。2019年，218家国家级经开区实现GDP10.8万亿元，同比增长8.3%，高于全国平均水平（6.1%）2.2个百分点，总量占全国10.9%；实现税收收入1.9万亿元，同比增长2.9%，高于全国平均水平（1%）1.9个百分点，总量占全国11.7%。

从区域来看，2019年，东部地区107家国家级经开区贡献GDP69242亿元，中部地区63家贡献GDP24380亿元，西部地区49家贡献GDP14766亿元。东部地区充分发挥了其沿海地域优势，各项指标均占经开区60%以上，领先优势明显。中西部经开区作为“补短板”阶段的“后起之秀”，增长态势良好。从省份分

布来看，排名靠前的是江苏、浙江和山东，分别拥有26家、21家和15家国家级经开区。从城市分布来看，并非每个市只有一个国家级经开区，苏州市拥有8家国家级经开区，杭州市拥有5家位居第二。

图表1 国家级经开区分布情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

二、发展路径：三十而立，城市发展的排头兵

根据商务部发布的国家级经开区综合实力排行榜，该榜单根据《考核评价办法》确定的产业基础、科技创新、区域带动、生态环保、行政效能五大类53项指标进行了两轮集中评审，通过量化评价方法而产生，其中苏州工业园区、广州经开区位列综合榜单冠军亚军。本文在综合排名前30位中选取了若干优秀案例，其发展路径对经开区的发展具备良好的借鉴价值。

苏州工业园：由洼田密布到产业新城

1991年，海湾战争的爆发对新加坡来说，

是个巨大的震撼，为避免重蹈科威特之覆辙，避免国内产业因战争而全军覆灭，新加坡需在海外建设一个类似裕廊工业园的产业基地。此时中国正在举全国之力发展浦东新区，临近上海而产业基础薄弱的苏州东部获选。1994年，中新签订合作开发的协议拉开了建设序幕，确立了“先规划后建设、先地下后地上”的科学开发程序和“执法从严”的规章管理制度。苏州工业园建设前的手绘规划图与当前园区实景图高度吻合，为投资者营造了可预见的、低风险的投资环境，同时，九通一平的高标准基建成为园区建设的范本。园区还有一笔隐形的花费，为解决洼田密布的地势条件，耗资30亿元将地基填平并抬高70公分，园区所有水系得到保留。二十多年的地下功夫，虽然初期进展缓慢，但被园区包裹的产业、住宅、商业无一不受用终身。

苏州工业园的发展离不开活跃的经济腹地以及亩产论英雄的导向。苏州工业园背靠活跃的长三角，GDP排名第六的苏州市，强大的腹地有力撑起经济的发展。从产业看，电子信息、机械制造两大主导产业迈向中高端；生物医药、人工智能、纳米技术应用三大特色新兴产业快速崛起，且保持年均30%的增速。从制度创新看，苏州工业园率先设立中小企业服务中心，围绕投融资、项目申报、知识产权等打通政府服务的最后一公里；建立双向开放机制，提升外资质量效益。历经25年，苏州工业园GDP增长227倍，一般公共预算收入增长1627倍，众多第一在此诞生，2019年综合发展水平排名第1，吸收利用外资排名第8，进出口总额排名第1。苏州工业园也是创新业务的试验田，推进中新跨境人民币创新业务试点，累计复制推广自贸区经验50项；首创全国首批出口加工区、首家中外合作办学试点，首个国家级股权投资基金等。历经25年的发展，苏州工业园由洼田密布走向了产业新城。

广州经开区：改革老将解新式难题

随着经开区的发展也面临产城分割的通病，即产城融合不紧密，产业集聚与人口集聚不同步，突出表现为强产业功能、弱城市功能，造成员工生活不便、远距离通勤、制造业发展缺乏服务业支撑。广州经济技术开发区是第一批国家级经开区，2019年在营商环境评比中荣获第一，与其经济总量位居全国开发区首位，以及生态环境、基础设施环境全国靠前有关。广州经开区1984年由黄浦区9.6平方公里园区起步，凭借临近港澳的优势迅速发展，物流平均用时短，与全国商业中心（人均社零总额全国第1）的城市定位相吻合；气候环境适宜，雾霾浓度低，好天气数量全国靠前；虽为一线城市但户籍门槛低，常住人口增速较快。

广州经开区在营商亲商环境改善中进行了尝试，首创分离土地使用权和所有权，推动土地使用权出让制度，解决外商投资落地问题；先于四个直辖市成立营商环境改革局，改变多部门“多龙治水”面貌；利用“区块链+AI”技术搭建“商事服务区块链平台”，建立“全天候、零见面、一键办”的企业开办模式，在全国开办企业方便性上走在全国前列；首创高端人才养老公寓，一碗汤的距离解决了高端人才养老的后顾之忧。广州经开区通过提升园区创新能力，促进二三产融合发展，增强生活居住功能和创新土地利用机制，增强经开区的功能性以促进产城融合。

其他优秀案例：产业集聚、科技创新、营商改善

宁乡县原为湖南省比较贫穷落后的县，主要发展水稻种植和畜牧业，在工业强县的道路路上，先后建设了一个国家级宁乡经开区和一个省级经开区金洲新区，在园区经济和工业经济的双重推动下，县域经济排名从2001年的233位飞跃到2019年的18位。目前宁乡经开区已

形成了以智能家电、新材料为主导，以绿色食品为特色的“两主一特”产业。2019年，深入开展“产业项目建设年”、“营商环境优化年”两大活动，长沙格力一期、联塑科技一期等项目竣工投产，宁乡经开区一般公共预算收入同比增长45%，地区财力稳步增强。

青岛经济技术开发区和烟台经济开发区也曾作为备选，出现在新加坡合资开发工业园的名单中，虽落选但发展实力不容小觑。青岛经开区在2019年营商环境评比荣获第二，黑马的诞生主要得益于优质的环境，好天气天数达到307天，在全国排名靠前。青岛经开区按照“大港口、大工业、特色旅游”三大特色经济的布局，园区内有老牌的龙头企业，如海尔澳柯玛等，形成了强力的支撑。烟台经开区目前形成以通用东岳汽车、富士康为龙头的机械制造、电子信息两大主导产业。随着山东自贸试验区烟台片区落地，一举从“开发时代”步入“自贸时代”。中韩产业园、中日产业园、国际招商产业园三大园区与自贸区、综合保税区在空间规划上互为补充，在产业导向上各有侧重，形成战略叠加效应，三园两区的优势全国少有。

江宁经济技术开发区是全国智能电网产业集聚度最高的地方，智能电网二次系统领域市场占有率达60%，产业的高速发展与雄厚的创新基础密不可分，江宁开发区科教资源丰富，新型研发机构如雨后春笋般迅速发展。区内坐落东南大学、河海大学、南京航空航天大学等高校，国网电科院、55所等近百家大院大所，为园区的发展提供人力和科技支撑。

上海漕河泾新兴技术开发区致力于做好服务企业的“店小二”，打造最适宜企业发展的营商环境，针对不同需求，提供有针对性的解决方案。比如为世界最大物流仓储服务提供商——普洛斯量身定做园区管理服务。在漕河

泾开发区，既有像腾讯、星巴克、飞利浦这样的“行业龙头”也有很多创业者来此积蓄力量，努力成长为“独角兽企业”。

三、机遇与挑战：四十不惑，产业发展的新高地

政策红包：多重并举，打造改革开放新高地

步入国家级经开区发展的新时期，政策红包纷纷落下。2019年5月，国务院发布《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11[1]号），为国家级经开区提出了“三创新”（开放创新、科技创新、制度创新）、“两提升”（提升对外合作水平、提升经济发展质量）的发展方向，努力打造改革开放新高地。

“11号文”从多方面给予国家级经开区更大支持，整体利好经开区的未来发展。如鼓励外商对中西部和东北地区经开区投资，支持中西部经开区参与“国际陆海贸易新通道”建设，专项转移支付继续向中西部欠发达地区和东北地区老工业基地倾斜；支持符合条件的经开区开发建设主体申请IPO上市；鼓励经开区对区内企业开展专利导航、知识产权运营等给予支持；对引进急需的各类人才提供“一站式”服务等；赋予国家级经开区更大改革自主权，精简投资项目准入手续，实施先建后验管理新模式；支持民营资本和外国投资者开发运营特色产业园；允许将招商成果、服务成效等纳入考核激励等政策。

国家级经开区IPO上市：赚钱新机遇还是过度解读？

2019年“11号文”明确提出，积极支持符合条件的国家级开发区建设主体申请首次公开发行股票并上市，支持并购重组、股权融资等。城投公司上市面临两座大山，一是先天不足，

政企不分，管理体制非市场化，二是涉及房地产业务，如安置房、保障房业务，缺乏稳定的现金流。但园区平台也有成功案例，如1993年上市的浦东金桥、1997年上市的南京高科。2019年成功上市的中新苏州工业园区开发集团股份有限公司。中新集团为实现上市进行了一系列尝试。在住宅方面，公开挂牌转让所持的拟建和在建住宅房地产项目公司股权，并加速销售持有的住宅项目；在商业项目方面，加速对外销售短期内能处理完毕的商业房地产，将未销售的商业房地产转为自持。

由此可以看出，这一政策并非利好所有的城投公司，对其管理水平和盈利能力、现金获取能力具有较高的要求。园区的发展过程可以看作从依赖土地出让获取收入逐步转向依靠提供公共服务及围绕园区开发获取经营性收入。对于经开区下属发债平台而言，《意见》的短期影响有限，长期来看，管理能力较强，发展水平较高，公益性资产占比低，经营性收入稳定且对土地出让及代建收入依赖度较低的主体有望获利。

严苛考核：“红牌罚下”，整装再行

国家级经开区的先天条件与发展路径各异，综合实力呈现区域性分化。国家级经开区不再是只进不退，若连续2年排在倒数5名，予以退出序列，而排名靠后的国家级经开区被相关部门约谈。红黄牌的严苛考核，是倒逼也是软约束。很多国家级经开区升级之路艰辛，举全市之力甚至举全省之力而建。一旦退出，优惠政策不再，前期投入的资源面临浪费，同时企业离场难卷土重来，这也是当地政府部门和企业、甚至企业员工不愿看到的结局。

酒泉经济技术开发区就是首个被“红牌罚下”的。酒泉经开区的发家史是一部奋斗史，从荒无人烟的戈壁滩，到新能源装备制造“航

母”，跻身国家级经开区确属不易，十年前依托低廉的地价和丰富的风能资源，举全市之力打造首个千万千瓦级风电基地，吸引了华锐风电、金风科技、东方电气、中材科技等入驻。但拿到牌照后，酒泉经开区未改善营商环境吸引投资，反因管理体制不顺遏制企业发展，如污水厂等相应配套需要企业自建等。从外因来看，甘肃风电投资监测预警连续4年结果均为红色，风电配套装备企业外迁、项目停工、产业亏损，直至连续2年排在倒数5名，予以退出序列。如今，转机是否重现呢？甘肃风电投资由红色区域预警转为橙色，河东地区纳入绿色区域管理，走出多年风电开发建设禁区；推行行政体制改革，如权限下放，经开区管委会获更多行政审批授权；抓住酒泉风电基地二期500万千瓦风电和135万千瓦光伏发电项目启动建设机遇，实现新能源装备制造首位产业持续发展；加快推进循环经济产业、稳步发展生物医药产业、加快发展数据信息产业、扶持高端农机装备制造产业、积极发展通道物流产业等。酒泉经开区全面整改拟再冲“国家级”，酒泉经开区的再出发也拭目以待。

严苛考核：“黄牌警告”，倒逼机制

除了红牌罚下，也有被黄牌警告的难兄难弟。除酒泉经开区外，排在倒数十位的国家级经开区被主管部门约谈，包括宾西经开区、阿拉尔经开区、石嘴山经开区、甘泉堡经开区、万州经开区、滨州经开区、呼伦贝尔经开区、格尔木昆仑经开区、金昌经开区和红旗渠经开区。从名单来看，上述经开区普遍存在感较低，产业发展薄弱，以西部地区为主，主要分布在新疆、宁夏、青海、内蒙等地区。但有两个例外，一个是东部地区的滨州，虽靠海但是内海，靠近济南、淄博等大城市，虹吸作用明显。另一个是重庆三个国家级经开区之一的万州经开

区，排位靠后，一是三峡移民期间，90%工矿企业关闭破产，2002年成立时工业经济从零起步；二是重庆市统计数据修正，商务部认定的GDP减少，工业经济大幅减少，最终排名下滑。除了以上两个特殊的案例之外，其余8个或多或少有酒泉经开区的影子，经济腹地发展水平低，产业发展对政策高度依赖的地区，发展空间也相对较小，随着产业政策的调整，黯然离场的可能性增加。

四、新政详解：8月新预算法影响几何

事权与财权相匹配，或将走向资源整合

修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》于2020年10月1日起施行，其中第二条明确提出，县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算。

首先，园区财政从未真正独立过，只是相对独立，新预算法明确园区财政的主体资格。我国实行一级政府一级预算，从中央到地方总共设立五级预算。园区管委会从来不是法定意义上的“一级政府”，但一般拥有比政府更加灵活高效一些的管理机制，尤其具备招商引资和产业发展服务、人才培养等方面优势。同时，各级政府派出机关的财政预算不是政府五级预算中的一级预算，即便设有财政局或财政所，大多只是一级预算单位而已。新预算法明确了“本级政府”财政部门对本级政府“派出机关”的财政预算的直接管辖权，也是对目前一些地方政府和园区行政管理单位试图改变或明确其预算管理体制和管理权限要求的一种正式回应。

其次，PPP与专项债券权限上收，新预算法进一步规范地方财政，减少潜在风险因素。由于地级市设立的园区通常属于副市级单位，属于县级以上政府、并拥有独立财政，因此在

实际操作中往往认为和市辖区和县同级，可以申报地方专项债券、也可以通过本级财政的一般公共预算额度来运作PPP项目。8月新预算法实施后，PPP与专项债券权限上收，园区不再可以自主决策PPP项目，债券发行须通过市财政进行申报。园区财政并入市本级后，财力与资源再分配呈现不确定性，管委会或更倾向于依托管控力度较强的园区平台，通过资本运作和市场化投资筹资。自从2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》和新《预算法》发布实施以来，国家对政府性债务包括隐性债务的管理没有放松，此次修例后政府园区筹融资在挖潜和创新融资手段的同时，仍要保持合规性。从财政管理的角度来讲，条例的实施有助于进一步规范地方财政，减少潜在风险因素。

另外，新预算法对多园区城市带来抉择与困境。对于财力相对较弱的园区，或将得到市级财政更大支持；拥有多园区的地区将会面临抉择，由于依赖上级财政分配，如何平衡多个园区发展成为新问题与困境。或许条例的发布是地区内园区进行合并、重组的一个契机。在失去财权、产业竞争激烈后，地区内的园区或将走向合并，至少是股权关系上的合并。通过合并来增大园区的资产规模和内部经济质量，实现道路、港口等公共资源的共享，促进园区的高质量发展，避免地区内部的内耗式竞争与风险。

五、城投分析：经开区与城投的发展如影随形

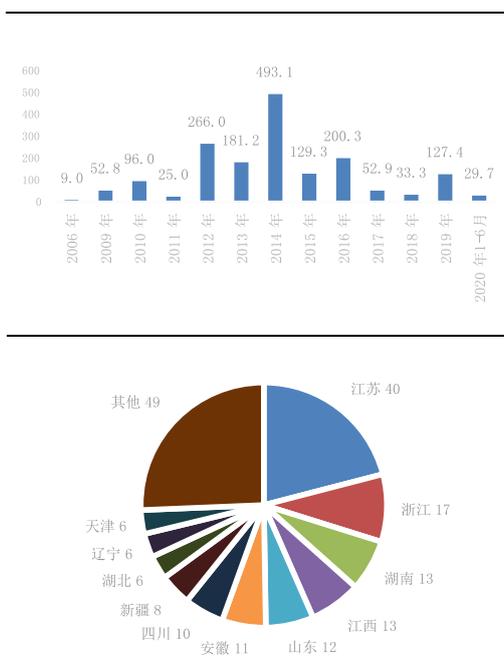
经开区的发展与城投的发展如影随形、相得益彰。综合来看，优秀的经开区有出身高贵的，也有后天努力型、运气爆棚型，同时也配备了优秀的城投企业，城投企业铺路，产业升级，城投公司获得租金收入和土地出让收入，

税收的增长带动园区综合实力上升，也为城投企业带来外部支持，如优质的资产划拨和可观的现金流。城投企业也走向转型之路，向综合城市运营商转变。这也是一个互利互惠，协同发展的路径。

江浙地区国家级经开区城投发债活跃，总体发行规模在稳基建环境下有望增长

经开区城投公司在促进区内经济建设和改善民生起着重要作用。经开区城投公司主要负责经开区内的城市基础设施建设、土地开发整理、保障房建设等。城市基础设施建设是经开区持续发展的重要基础，对于促进经开区经济快速健康发展、改善区内投资环境等有着积极作用；土地开发整理调整经开区内的土地关系，改善土地和生产生活条件，增加可利用的土地面积，从而提高土地利用率；保障房建设能够提高居民居住水平及居住环境，缓解居民住房需求，减少居民房屋负担，从而拉动内需，促进经开区经济发展。

图表2 国家级经开区城投债发行及发债主体分布情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

从发债主体数量来看，各省份发债城投平台数量与其省份经开区数量相关。截至2020年6月末，191个发债主体分布在131个国家级经开区，江苏省40家，浙江17家。从历年新发行城投债的情况来看，2010年、2012年~2014年出现了爆发式增长，主要是这几年大量的省级经开区晋级为国家级经开区。尤其是2012年和2013年在政策的利好下，分别新增40个和39个。从主体级别来看，AA级占比超60%。从存量债券规模来看，2019年末，江苏省国家级经开区城投企业应付债券余额超1600亿元，在全国占比35%，遥遥领先。

展望未来，随着11号文等政策红利的释放，基建领域尤其是中西部的基建将持续发力。同时，在园区财政独立政策引导下，国家级经开区的城投仍保持较高的融资需求，发行规模将会呈现增长趋势。同时，随着疫情对经济面冲击逐渐减少，基本面形势转好，后续超预期货币宽松可能难以出现，货币政策中短期内边际收紧，债券利率预计整体上行。

相关城投主体分析：获得优质资产划拨，享受产业培育红利

苏州工业园区国有资产控股发展有限公司为苏州工业园区重要的开发建设投资主体，已形成以现代服务业、市政公用、园区开发为主的业务结构，还包括房地产经营、物流等其他多元化业务。2019年，苏州工业园区国资公司通过去化存量房地产资产、股权转让和加速销售等方式将住宅及商业项目资产处理完毕，当期房地产开发销售业务收入大幅增长，带动当年营业收入同比增长32.81%。苏州工业园区国资公司不仅是园区开发，更是园区服务，其成功经验走出了园区，走向了世界。在成功运营苏州工业园的基础上，响应长三角一体化战略，开拓了常熟、张家港、嘉兴等地区的土地一级开发业务；在新加坡设立分部，在美国法国日

本等国召开招商会，提升品牌效应。同时，在招商代理方面，凭借成熟的招商经验，按照落地企业注册资本2%收取招商服务佣金，获得了招商引资的红利。

广州开发区金融控股集团有限公司是广州开发区资产规模最大、经营实力最强的国有资本运营实体，是园区招商引资重要载体，除工程建设、物业租赁、物业服务等，是全方位的服务供应商，广泛涉足战略引导基金、股权投资、融资租赁和担保等。2019年划入广州银行、交通银行股份、合并粤开证券后，金融服务更加多元，为开发区企业优化升级、中小企业发展提供资金支持。科学城（广州）投资集团有限公司为广州开发区重要的国有资产投资、建设、运营主体，2019年8月完成对香港上市公司皇朝傢俬的并购。皇朝傢俬主要业务为成品家具、定制家具和沙发的制造及销售，产能利用率、产销率较高，此次并购丰富了业务来源、增厚了资产实力。同时，另一建设主体广州开发区投资集团有限公司，主要负责工程业务、租赁业务和售电服务。

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司是宁乡经济技术开发区最重要的基础设施建设主体，主要从事基础设施建设、土地开发整理、安置房建设和商品房开发等业务。根据宁乡经开区管委会2019年6月出具的《宁乡经济技术开发区管理委员会关于支持长沙蓝月谷智造小镇投资发展有限公司发展的批复》，为提高公司的市场竞争力，同意支持货币资金12亿元，该资金专项用于支持智能小镇的经营和项目建设；同意将园区内规划建设的加油（加气）站、停车场、充电桩、户外广告等经营性项目资源匹配给该子公司，授权年限不少于25年。

上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司为上海漕河泾开发区建设主体，股东背景雄厚，股东为上海临港经济发展（集团）有限公司，是上海市国资委控股的产业园区开发与运营的

大型国有集团，2019年国务院批准设立临港新片区，为其发展带来新的机遇。2019年，通过资产重组，上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司得到上海临港控股股份有限公司7.49亿股，未来也将获得稳定的投资收益；与政府合作开发的赵巷园区，未来将打造成长江经济桥头堡、西上海产业新城镇、青浦城市文化新名片和市西软件信息核心承载区。

南京江宁经济技术开发总公司为南京江宁经济技术开发区最重要的建设主体。江宁经开区内拥有空港枢纽经济区、江苏软件园等特色功能区，由不同的投融资平台负责范围内的基建。2019年8月，江宁经开区国资办将南京空港枢纽经济区投资发展有限公司、江苏软件园科技发展有限公司等4家建设主体的股权划转给南京江宁经济技术开发总公司，顺势成为区内最大的投融资主体，工程代建业务区域进一步扩张至空港经济区江宁片区、软件园片区、空港新城片区和综合保税区，业务的可持续性进一步增强。

图表3 截至2019年末相关园区已发债城投企业财务指标情况（单位：亿元、%）

公司名称	城市	资产总额	所有者权益	有息债务	资产负债率	2019年营业收入	2019年净利润
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	苏州市	670.56	332.98	196.50	50.34	68.22	22.04
广州开发区金融控股集团有限公司	广州市	801.71	307.91	413.76	61.59	58.82	5.00
广州开发区投资集团有限公司	广州市	157.12	99.78	47.57	36.49	3.58	0.56
科学城（广州）投资集团有限公司	广州市	314.69	94.59	171.29	69.94	66.69	4.23
上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司	上海市	314.45	220.69	18.44	29.82	33.73	113.78
宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	长沙市宁乡市	300.09	140.79	136.68	53.09	15.97	3.06
南京江宁经济技术开发总公司	南京市江宁区	731.03	251.99	401.23	65.53	40.72	2.44

资料来源：公开资料，东方金诚整理

违约惊魂：债务管理方为长久之计

2018年12月6日，是城投史上重要的一天，呼经开投PPN未能如期兑付回售资金，城投信仰险些打破。经济和产业方面，呼经开为内蒙古3个国家级经开区之一，工业经济规模小，存量不厚、增量不足，以伊利为代表的绿色食

品加工业并未对经济产生强力支撑；财政收入方面，一般公共预算收入规模小，上级补助收入逐年下降，社区公共服务发展滞后；行政方面，开发区管理机构既非行政机关也非事业单位，无编制、无职能、无机构状态；营业收入方面，主营业务收入主要来自基建和保障房业务，占比90%以上，业务结构较为单一，依赖政府回款和上级补助。从融资来看，政府债务余额逼近债务限额，地方政府债券融资空间小；非标占比高，银行授信规模小且缺少大型银行，以股份行、地方农商行以及信托、租赁公司为主，融资成本高。

但更重要还是管理的问题，在违约前发生各类风险事件。随着“内蒙巨贪”呼经开区党工委书记涉嫌违法被调查，呼经开投管理层出现大幅度更换；担保的子公司违约、自身贷款逾期等负面事件。但好在是惊魂一场，城投信仰今依在，债童笑指呼经开。但对呼经开区投类似的企业敲醒了警钟，如支柱产业弱势或面临淘汰，现金流无法匹配到期债务，银行授信紧张，行政管理问题引起管理层变更，债务管理粗放等，多个问题连环爆发将推向违约边缘。

综上所述，国家级经开区城投企业信用风险总体较低，但持续呈现结构性分化，并需关注所在地区产业高度风险、财政增长乏力、现金流无法匹配到期债务、债务结构不合理的城投公司再现违约风险。

六、结论

国家级经开区作为改革开放的“试验田”和城市发展的“排头兵”，在拉动经济增长，带动城市起飞，促进产业升级中功不可没。国家级经开区发展路径各异，综合实力呈现区域性分化。随着政策的弱化，招商引资不再是靠优惠政策，更多是服务的较量，无论是大象，独角兽，抑或是蚂蚁，都能找到充裕成长空间。国家级经开区进入战略转型期，致力于打造产

业发展的新高地，新时期政策红利逐步释放，总体利好国家级经开区的发展。但严苛考核体系对尾部经开区带来挑战，经济腹地实力偏弱、产业结构不合理、支柱产业进入衰退期的国家级经开区或将走向危险边缘。

国家级经开区城投企业作为基建担当，前期架桥铺路，在产业培育后享受反哺，在资产划拨、租金收入、土地出让、招商代理中获利。随着政策红利的释放，园区基建仍持续发力，加之新预算法的实行，园区财政主体地位更加明晰，园区城投融资需求或将保持高位。但债务管理红线仍不可放松，筹资融资仍需保持合规性，债务管理仍需保持科学性。国家级经开区城投企业信用风险总体较低，但持续呈现结构性分化，需关注地方政府债务空间及城投再融资能力，需关注所在地区产业高度风险、财政增长乏力、现金流无法匹配到期债务、债务结构不合理的城投企业再现违约风险。 ■

高新经开 竞合博弈

——2020年国家级高新区分析及城投研究

文 | 公用事业一部 杨丹

主要观点

- 国家级高新区是政策力量扶植和培育高新技术产业、凝聚国家竞争优势的重要载体，其产业具有高附加值属性，贡献了更多的 GDP 和税收；

- 高新区和经开区的创新底层逻辑不同，非直接竞争的关系，高新区提供了更肥沃的高新土壤，更适宜高新技术企业发展；

- 新预算法实施后，国家级高新区财政自主权收紧，其城投融资带来的建设资金将成为园区投资资金的重要来源；高新区城投合并或将加速，但要警惕部分债台高筑的高新区城投流动性风险；

- 国家级高新区的发展需经历三次创业阶段，对应其城投企业的主营业务也在基础设施建设业务基础上不断拓展，逐步转型成为产业投资主体、园区综合运营商；但需警惕国家级高新区城投企业转型过程中存在的借款逾期、担保代偿、投资失败等特有风险。

一、国家级高新区概述及城投债发行概览

(一) 概念

国家级高新区是把科技成果转化成为现实生产力而建立起来的集中区域，发展至今成绩优异

中国高新技术产业开发区，简称“国家级高新区”，属于中华人民共和国国务院批准成

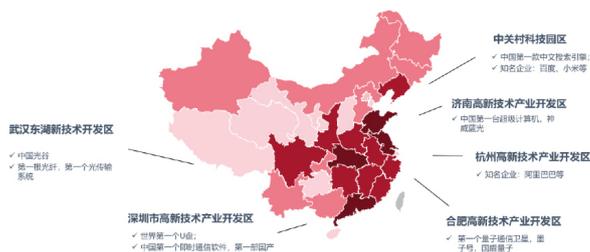
立的国家级科技工业园区。国家级高新区是我国在一些知识与技术密集的大中城市和沿海地区建立的发展高新技术的产业开发区。国家级高新区以智力密集和开放环境条件为依托，主要依靠国内的科技和经济实力，充分吸收和借鉴国外先进科技资源、资金和管理手段，通过实施高新技术产业的优惠政策和各项改革措施，实现软硬环境的局部优化，最大限度地把科技成果转化为现实生产力而建立起来的集中区域。

自 1988 年试点第一家国家级高新区至今，我国已诞生了 169 家国家级高新区，发展至今已取得了优异的成绩。世界第一个 U 盘，中国第一台超级计算机、第一根光纤、第一个即时通信软件、第一部国产手机、第一款中文搜索引擎、第一枚人工智能芯片、第一个量子通信卫星均来自这里。169 家国家级高新区集中了全国 40% 的高新技术企业，50% 的国家级科技企业孵化器，40% 的科技部备案的众创空间，互联网百强企业中的 96 家；诞生了华为、腾讯、阿里巴巴、百度、小米、大疆等一批具有世界影响力的高新技术巨头。

国家级高新区的数量也可以表达为“168+1”，“+1”指的就是苏州工业园，其原为国家级经济技术开发区（以下简称“国家级经开区”），2007 年开始同时享受国家级高新区政策。169 个国家级高新区的地理分布的情况也比较符合园区发展规律，即东部尤其是

沿海城市数量较多，中部次之、西部最少。

图表 1 国家级高新区分布



资料来源：公开资料，东方金诚整理

(二) 特征

同为国家级园区，国家级高新区和国家级经开区的概念常常混淆，其实两者小同大异，与国家级经开区的对比中，更能突出国家级高新区的特征。

国家级高新区是政策力量扶植和培育高新技术产业、凝聚国家竞争优势的重要载体

从相同点来看，国家级高新区和国家级经开区均是园区，均由最早的经济特区发展而来，均为政府划定一块区域，给予相对宽松自主的政策和权力，实现特定目的。两者区别的核心就在于目的不同。国家级高新区的主管部门是科技部，国家级经开区的主管部门是商务部，两类园区实际上都是主管部门履行职能、达成目标的一种手段，故园区的目标系主管部门目标的延伸。

商务部是主管国内外贸易和国际经济合作的部门。最初设立国家级经开区，是为了借助外资力量迅速做大经济，改变当时贫穷落后的经济状况，所以国家级经开区从成立至今的发展主题一直是“对外开放、吸引外资、做大经济总量”。

科技部是主管国家科学技术工作，践行国家创新驱动发展战略，推动高新技术成果转化的部门。最初设立国家级高新区，也是中央认识到了“落后就要挨打”，所以要大力发展高新技术产业、优化产业结构、增强国际竞争力

和话语权。高新区是通过国家的力量、政策的力量来扶植和培育高新技术产业。随着多年的发展，高新区已经成为凝聚国家竞争优势的重要载体，不断探索和拓展着我国科学技术以及产业的边界。

不同目标导向下，两类园区产生了不同的产业集聚效果。国家级经开区排名前三的产业是汽车、食品、医药；国家级高新区则是电子通信、计算机及设备、医药，科技含量相对更高。

图表 2 国家级高新区与国家级经开区目标对比分析

分类	项目	国家级高新区	国家级经开区
本质分析	-	都是园区，由最早经济特区发展而来，都是政府划定一块区域，给予相对宽松自主的政策和权力，实现特定的目的； -主管部门履行职能、达成目标的手段之一；	都是园区，由最早经济特区发展而来，都是政府划定一块区域，给予相对宽松自主的政策和权力，实现特定的目的； -主管部门履行职能、达成目标的手段之一；
目标分析	主管部门	科技部	商务部
	主管部门职责	国家科学技术工作，践行国家创新驱动发展战略	国内外贸易和国际经济合作
	相应园区目标	发展高新技术产业、优化产业结构、增强国际竞争力	对外开放、吸引外资迅速做大经济总量
目标效果	产业集聚效果 前三产业为电子通信、计算机及设备、医药	前三产业为汽车、食品、医药	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

高附加值使得国家级高新区贡献了更多的 GDP 和税收

从发展现状的对比来看，2019 年国家级高新区贡献了全国 12.3% 的 GDP 和 11.8% 的税收，上述贡献较同期的国家级经开区表现更为出色，主要系国家级高新区内的高新技术产业附加值较高，从核算的角度更占优势。

但若从单位 GDP 的税收贡献来讲，国家级高新区弱于国家级经开区。数据上看，高新区的 GDP 占比高于经开区 1.4 个百分点，而税收仅多出 0.1 个百分点，主要系国家级高新区内有全国 40% 的高新技术企业（以下简称“高企”），高企享受的税收优惠力度是很大的，比如“二免三减半”、“二免六减半”等。

从排名来看，国家级经开区序列中排名第 1 的苏州工业园在国家级高新区序列中排名第 5，其高企数量和工业总产值等指标与国家级高新区序列第 1 名中关村科技园均差距较大。工信部下属的咨询公司赛迪顾问（一家香港创业板上市的公司）发布了《中国国家级产业园区发展竞争力百强研究白皮书》。在该百强榜

单中，国家级高新区占比达到2/3，榜单前10名占8席，前20名中占14席。

图表3 国家级高新区与国家级经开区发展现状对比

分类	国家级高新区	国家级经开区
成立时间	1988	1984
数量	168+1	219
贡献	2019年国家级高新区贡献了全国12.3%的GDP和11.8%的税收	2019年国家级经开区贡献了全国10.9%GDP和11.7%税收
排名	No.1 中关村科技园 2018年末，入统企业数22110个，高新技术企业14330个，工业总产值1.11万亿元；	No.1 苏州工业园 2018年末，高新技术企业数171个，工业总产值4911.19亿元； 高新区序列位列第5；

资料来源：公开资料，东方金诚整理

一、国家级高新区发展模式分析

(一) 三次创业的历史发展阶段

总体来看，国家级高新区发展模式是在其历史发展进程中不断探索形成，对国家级高新区发展历程的研究是分析其发展模式的重要环节。1988年试点至今，国家级高新区经历了三次创业的发展阶段，不同阶段均有代表园区推动历史进程。

具体来看，1988年是国家级高新区的起点，当年设立了我国第一家国家级高新区——北京市新技术产业开发试验区（即如今的中关村科技园），当时处于试点阶段，而后2年国家级高新区数量没有新增。

1991年国务院发布了《国务院关于批准国家高新技术产业开发区和有关政策规定的通知》，认识到了“落后就要挨打”，当年批复了26个国家级高新区，次年批复了25个，第一批国家级高新区诞生。而后经过约10年的发展，国家级高新区实现了创业1.0阶段的要素集聚和规模经济，代表园区主要有无锡高新区、厦门火炬高新区。

2000年前后，国家级高新区进入了创业2.0的阶段，当时要素已基本集聚，规模经济的红利基本释放，传统竞争优势逐渐弱化，科技创新在产业发展中的重要性日益加强。国家级高新区的发展方式也从外延粗放式转向了集约内涵式，促进内生增长，由规模扩张转向质量提

升。代表园区有苏州工业园区、东莞松山湖高新区。在创业2.0这个期间，2006年，首支国家级高新区城投债发行，发行主体为上海张江（集团）有限公司；2008年国际金融危机中，当时54个国家高新区营业总收入突破6.6万亿元，同比增长20.0%，发挥了经济稳定器的作用。

2013年以来，伴随着互联网的发展，国家级高新区步入了创业3.0阶段，主要特点是构建了开放式创新创业生态系统、形成自组织、自更新创新演进机制。代表园区有中关村科技园、深圳高新区、杭州高新区等。创业3.0期间，2015年，“大众创业、万众创新”开始全面普及，“科技创新”出现泛化的趋势，科创不再仅是国家级高新区的任务，经开区开始出现“高新化”的趋势。

目前，国家级高新区仍处于创业3.0的发展阶段，2020年发布的《国务院关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》决定了未来几年国家级高新区发展的主题将是“高质量”。

图表4 国家级高新区的三次创业发展阶段

阶段	特点	重大事项	代表园区
1988 试点	体制机制创新试点	-	第一家国家级高新区——北京市新技术产业开发试验区（现中关村科技园）
1991-1999 创业1.0	要素集聚、规模经济	《国务院关于批准国家高新技术产业开发区和有关政策规定的通知》	无锡高新区、厦门火炬高新区
2000-2012 创业2.0	外延粗放式转向集约内涵式	《中共中央国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》； 2006年，首支国家级高新区城投债——上海张江（集团）有限公司 2008年国际金融危机中，发挥了经济稳定器的作用	苏州工业园区、东莞松山湖高新区
2013年+ 创业3.0	构建开放式创新创业生态系统、形成自组织、自更新演进机制	互联网+，“大众创业、万众创新”全面普及；“科技创新”定位泛化； 2015年，经开区开始“高新化”	中关村国家自主创新示范区、深圳高新区、杭州高新区
2020 高质量发展	-	《国务院关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

国家级高新区的诞生和发展，是站在了国家级经开区这个巨人肩膀上

国家级高新区的设立比国家级经开区仅晚了4年，这其中有何历史背景和联系？通过时间线的分析可以得到答案。

1984年，在计划经济体制下，国家级经开区突破体制束缚，吸引了第一批外资来华投

资，改变了我国的投资环境和贫穷落后的局面。1988年，国家级经开区的设立效果初步显现，同时也暴露了问题，即当时的国家级经开区并没有培育高新技术的土壤。想要培育高新技术产业，要依靠政府的推动力量，第一家国家级高新区就此诞生。1991年和1992年，摸着石头过河的国家级经开区已经摸索出了一套日趋成熟的发展模式。基于此，第一批国家级高新区开始进入历史舞台，很好的承接了当时亚洲四小龙输出的产业和技术。

可以看出，国家级高新区的诞生和发展是建立在国家级经开区发展的基础上。从经验来看，一个地区基本是先有经开区，再有高新区。高新区的发展几乎是踩在了经开区这个巨人的肩膀上，这也是两者较为相似的原因之一。**高新区和经开区的创新底层逻辑不同，高新区提供了更肥沃的高新土壤**

2019年，国务院印发了《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》，自此国家级经开区更加强调创新提升，其与国家级高新区的界限似乎变得更加模糊，在创新方面国家级经开区似有与国家级高新区竞争的势头。实际上，高新区和经开区的创新底层逻辑是不同的，高新区提供了更肥沃的高新土壤。

通过分析2019年和2020年国务院针对两类园区发布的文件主题可知，“创新、高新”依然是国家级高新区的关键词，“对外开放”仍是国家级经开区的主旋律，国家级经开区的创新提升更像是顺应和配合创新驱动这个国家大战略背景。从两份文件的基本原则也可以看到，创新是高新区立足的根本，而经开区的创新更像是一种锦上添花，是以追求质量和效益为目的。由此高新区和经开区的创新，底层逻辑

是不同的。

此外，高新区提供了更肥沃的高新土壤，更适宜高企发展。以成都高新区为例，其有火炬计划加持，有更浓厚的高新氛围和更强的孵化能力，其政策对公司日后申请高企认定有帮助。一旦被认定为高企，企业可获得较大力度的税收优惠、财政补贴、直接奖励、科技支持、更容易获得风险投资和银行贷款青睐，这往往是高企生存的关键。同时，成都高新区入园条件高，一旦入园享受的政策也更为诱人。

图表5 成都高新区案例

特点	解读
火炬计划加持	《国家级火炬计划项目管理办法》给予拨款支持，基本与国家级高新区捆绑
高新氛围浓厚、孵化能力强	高新技术产业园云集，创业氛围十分浓厚；对于从事软件开发、信息技术、网络科技等行业的创业者在高新区注册，高新区政策优势对公司日后申请高企认定有帮助；
入园条件高	核心技术拥有自主知识产权；产品符合《国家重点支持的高新技术领域》范围；人员学历要求高；研发费用占比高；高新技术产品（服务）收入占比高；其他指标要求；
国内政策优	总部企业无需将经营场地迁移，只需以分公司、新公司等方式注册；减税、免税政策最多（例：房产税）；杂费最少；帮助企业认定为高企，进而获得税收优惠、财政补贴、直接奖励、科技支持、更容易获得VC的投资和银行贷款支持；

资料来源：公开资料，东方金诚整理

（二）国家级高新区发展模式

三次创业的发展模式对个体国家级高新区有很强的借鉴意义

三次创业的发展历程是从国家级高新区群体整体的角度归纳的，在每个阶段均有代表园区引领了历史进程。而从每个国家级高新区的个体来看，也要经历三次创业的过程。三次创业的发展模式对个体国家级高新区有很强的借鉴意义，是国家级高新区发展路径的重要参考。

当前，部分国家级高新区已经步入了3.0阶段，大部分尚于2.0阶段。3.0阶段的国家级高新区一般是科技部排名比较靠前的、位于东部沿海地区的、成立时间比较早的园区，如北

京、深圳、上海、武汉、苏州、合肥、西安、杭州等地的国家级高新区。

图表 6 科技部对国家级高新区的排名

排名	名称	地区	批复时间
1	北京中关村科技园	北京	1988
2	深圳市高新技术产业园区	广东	1991
3	上海张江高新技术产业开发区	上海	1991
4	武汉东湖新技术开发区	湖北	1991
5	苏州工业园区	江苏	1994
6	合肥高新技术产业开发区	安徽	1991
7	西安高新技术产业开发区	陕西	1991
8	杭州高新技术产业开发区	浙江	1991
9	广州高新技术产业开发区	广东	1991
10	成都高新技术产业开发区	四川	1991
11	长沙高新技术产业开发区	湖南	1991
12	上海紫竹高新技术产业开发区	上海	2011
13	青岛高新技术产业开发区	山东	1992
15	南京高新技术产业开发区	江苏	1991
16	石家庄高新技术产业开发区	河北	1991
24	常州高新技术产业开发区	江苏	1992
27	株洲高新技术产业开发区	湖南	1992
28	威海火炬高新技术产业开发区	山东	1991
30	南昌高新技术产业开发区	江西	1992
31	襄阳高新技术产业开发区	湖北	1992
36	惠州仲恺高新技术产业开发区	广东	1992
39	武进高新技术产业开发区	江苏	2012
42	昆山高新技术产业开发区	江苏	2010
44	柳州高新技术产业开发区	广西	2010
49	宝鸡高新技术产业开发区	陕西	1992
54	绵阳高新技术产业开发区	四川	1992
57	江门高新技术产业开发区	广东	2010
58	荆门高新技术产业开发区	湖北	2013
63	益阳高新技术产业开发区	湖南	2011
67	泉州高新技术产业开发区	福建	2010
73	湖州莫干山高新技术产业开发区	浙江	2015
75	泰州医药高新技术产业开发区	江苏	2009
80	盐城高新技术产业开发区	江苏	2015
83	咸阳高新技术产业开发区	陕西	2012
87	孝感高新技术产业开发区	湖北	2012
97	清远高新技术产业开发区	广东	2015
98	平顶山高新技术产业开发区	河南	2015
106	咸宁高新技术产业开发区	湖北	2017
110	黄冈高新技术产业开发区	湖北	2017
117	广东源城高新技术产业开发区	广东	2015
138	焦作高新技术产业开发区	河南	2015

资料来源：公开资料，东方金诚整理

具体从每个阶段的发展定位、特点和重点任务等来看，1.0 阶段的国家级高新区的定位是工业园区，实现初期的集聚生产要素、形成产业集群，形成规模经济，奠定园区发展基础。2.0 阶段的国家级高新区定位是科技工业园区，相比 1.0 更加强调科技的属性，发展方式由外延粗放式转向集约内涵式，营造创新环境，植入创新要素，形成创新网络，降低研发风险，提高资源使用效率。3.0 阶段，国家级高新区的定位升级为创新经济体，构建开放式的创新创业生态系统，形成自组织、自更新演进机制，是更有创新主动性、更有活力的一种创新生态，也是一种从政府引导的自上而下的创新，

逐步转变为由各类组织自发参与的自下而上的创新。

1.0 阶段的发展主要依托区位、科教、劳动力、自然资源（土地等）、工业基础、以及优惠政策来发展。政府主要通过土地开发、七通一平、负债经营、招商引资这些手段来承接产业转移，通常以承接传统加工制造业为主。到了 2.0 阶段，发展要素更加依托技术、知识、信息、资本、人才，政府主导建设创新创业平台，招才引智，鼓励科技创业，传统产业升级，新兴产业萌芽。到了 3.0 阶段，发展要素转变为技术、数据、人才、市场、资本、甚至是制度和模式；通过借力发展，引导多主体构建创新生态，增强整合和运作能力，发展先导性产业、互联网+产业、高端服务业等。

图表 7 国家级高新区三次创业的发展模式

发展阶段	创业 1.0	创业 2.0	创业 3.0
发展定位	工业园区	科技工业园区	创新经济体
特点	要素集聚、规模经济	外延粗放式转向集约内涵式	开放式创新创业生态系统
重点任务	集聚生产要素、形成产业集群，形成规模经济	外延粗放式转向集约内涵式。营造创新环境，植入创新要素，形成创新网络，降低研发风险，提高资源使用效率	构建开放式的创新创业生态系统，形成自组织、自更新演进机制
发展条件	区位、科教、自然资源、工业基础	区位、科教、文化、工业基础	科教、文化、工业基础、生态
发展要素（动力）	劳动力、土地、资源禀赋、优惠政策	技术、知识、信息、资本、人才	技术、数据、人才、市场、资本、制度和模式
主要手段	土地开发、七通一平、负债经营、招商引资	政府为主导建设创新创业平台，招才引智，鼓励科技创业	借力发展，引导多主体构建创新生态，增强整合和运作能力
主导产业	承接产业转移，传统加工制造业	传统产业升级，新兴产业萌芽	先导性产业；互联网+产业；高端服务业

资料来源：公开资料，东方金诚整理

（三）案例分析

下文列举了三个国家级高新区的案例，通过案例更能看出三次创业的发展模式在个体高新区中的体现。

3.0 案例：杭州高新区构建创新创业生态范本

处于 3.0 阶段的杭州高新区发展至今已取得了非常瞩目的成绩：打造了千亿级智慧经济产业，信息经济规模占其 GDP 的 81.9%，以不到浙江省 1/1000 的土地面积，培育了全省 1/10 的高新技术企业，并在全国软件企业百强榜占据 8 席，诞生了阿里等优秀企业。

杭州高新区成功的关键，主要系创新创业生态、人才聚集、投资主体多元、社会网络力量、政策红利几个方面表现较为突出。其中最具有3.0特色的是创新创业生态和社会网络这两个方面。创新创业生态上，杭州高新区采取的资源组合、协同创新、平台建设的方式充分体现了“创新生态”的概念。社会网络方面，杭州高新区建立了科技金融服务中心，充分发挥资本的纽带力、耦合力作用，完善股权、债权、产权相结合的科技金融服务体系；重视培育和发展社会网络，促进企业家投资联盟、众创联盟、产业技术创新联盟等不断壮大。

图表8 杭州高新区成功要素

名称	详情
创新创业生态	“人才+资本+平台”的资源组合方式； “模式创新+技术创新+产业链”的协同创新方式； “众创空间+孵化器+加速器+特色小镇”的平台建设方式； 集产业链、投资链、创新链、人才链、服务链于一体。
人才聚集、投资主体多元	“5050计划”集聚创新人才； 持续深化与中科院、浙江大学以及国内外知名院校的合作； 坚持政府引导下的投资主体多元化，鼓励民间资本、中介机构、投资机构兴办各类孵化器；
社会网络力量	建立科技金融服务中心，充分发挥资本的纽带力、耦合力作用，完善股权、债权、产权相结合的科技金融服务体系； 重视培育和发展社会网络，促进企业家投资联盟、众创联盟、产业技术创新联盟等不断壮大；
政策红利	“1+X”政策，对领军企业、成长型企业、科技型初创企业分别制定扶持措施； 率先完成“五证合一”商事登记改革、制订“黄金十二条”。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2.0 案例：昆山高新区“小个子”迸发“大能量”

处于2.0阶段的昆山高新区，是全国首家县级市国家高新区，2019年科技部排名第42位，提升了5个位次，过去4年中已累计提升了21个位次，增势很猛，属于“小个子”迸发“大能量”的典型。

昆山高新区当前重点围绕新一代电子信息技术、机器人及智能装备、小核酸及生物医药三大支柱产业来发展经济。空间上主要依托阳澄湖科技园，打造从研发到产业化全链条高度集成的100平方公里科技园。政府服务全面升级，变“窗口指导”为“跟踪服务”，通过“N+1”模式对每个项目提供全部门全方位全链条的咨询服务。同时，昆山高新区对历史发展遗留的落后产能进行清退，对生产工艺和技术装备落后，且达不到安全环保要求的作坊式企业，坚

决淘汰和清退。

可以看到，昆山高新区目前发展的状态是以政府干预较多，依托科技工业园来发展重点产业，是典型2.0阶段国家级高新区具备的特征。同时，2.0的昆山高新区正在逐步向3.0阶段迈进，其建设的花桥国际创新港，主要对接上海科创资源，聚焦大数据应用、大健康医疗、大通讯设计、大智慧交通等领域。

2.0 案例：铜陵高新区负重前行

2019年，169个国家级高新区所在区域经济发展状况中，仅有铜陵高新区所在的铜陵市经济出现了负增长，受区域经济影响，铜陵高新区的发展也面临压力。

自古以来，铜陵的铜矿及铜产业就非常著名，被称为“中国古铜都，当代铜基地”。李白曾经就有诗句描写过唐代铜陵铜冶炼的场景。改革开放的初期，铜陵的铜资源为全国的工业化进程做出了比较卓越的贡献。但随着资源的枯竭，传统比较优势逐渐消失、生态环境约束、新旧动能转换、发展空间受限等问题显现，使得2019年铜陵市GDP同比下滑1.7%。同时，由于面积较小，铜陵一度面临着被吞并的威胁，近年安庆市将枞阳县划给了铜陵，因而铜陵的面积和人口翻倍，以帮助铜陵度过难关。

为了改变当前铜陵传统产业颓势，清退落后产能，发展高新技术产业是重要的出路之一，铜陵高新区承担起了带头的责任。2014年以前，铜陵高新区还是前身狮子山经济开发区，是一个工业园区、经开区的形态，产业也以服装、机械设备制造、食品加工和电子元器件加工等为主。2014年，狮子山经济开发区更名为狮子山高新区。2017年，铜陵高新区升级为国家级高新区之后，大力发展铜基新材料、装备制造、电子信息三大传统主导产业，并规划重点发展半导体产业。

目前铜陵高新区正处于2.0阶段的初期，同时面临着铜陵资源枯竭的压力，产业转型的优势尚不明显，目前正在积极的通过招商引资做大核心产业。2020年前三季度，铜陵高新区招商引资继续加码，累计拜访企业76家次（含驻外分局），接待客商来访80余批次，新引进各类项目27个，其中制造业项目17个、现代服务业项目10个，总投资25.99亿元。新开工年产100台（套）大气环保先进成套设备制造基地等5000万元以上工业项目11个、新开工年产60亿片新型卫生抗菌湿巾等亿元以上工业项目8个、新竣工凯斯威高端铜合金新材料等亿元以上工业项目8个。铜陵高新区招商引资成效预计将逐步显现，帮助铜陵走出困境。

跨过1.0是升级国家级高新区的要件

近年批复的国家级高新区均为省级高新区升级而来，升级前都已经过一定时间的积淀发展。从实践来看，本文认为当前国家级高新区基本都已完成了1.0阶段的要素聚集和实现规模经济的阶段。

（四）新预算法影响

新预算法实施后，国家级高新区财政自主权收紧，其城投融资带来的建设资金将成为园区投资资金的重要来源；高新区城投合并或将加速，但要警惕部分债台高筑的高新区城投流动性风险

修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》（以下简称“条例”）于2020年10月1日起施行，其中第二条明确提出，县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算。

新预算法实施后，对国家级高新区及其城投均有一定影响。国家级高新区层面，财政并入本级政府后，财力与资源再分配呈现不确定性，管委会或更倾向于依托管控力度较强的城投平台，通过资本运作和市场化投资、筹资解决建设资金不足的问题。拥有多园区的地区，其上级财政分配将会面临抉择，更加大了其中国家级高新区争取财政资金的难度。

城投层面，国家级高新区财政自主权收紧后，城投企业在国家级高新区建设中将扮演更为重要的角色，其融资带来的建设资金将成为国家级高新区投资资金的重要来源，但在严苛隐性债务管理下，合规性对城投融资依然有所限制。同时，国家级高新区财政自主权减弱的背景下，城投建设的公益性项目结算资金依然主要依赖园区可争取到的财力，使得结算资金回笼不确定性加大，需警惕部分债台高筑的国家级高新区城投流动性风险。

目前全国至少有12个国家级经开区和国家级高新区等进行了不同程度的合并。展望未来，国家级高新区与国家级经开区，甚至国家级新区等的融合发展是趋势，新预算法实施或将加速这一趋势。在此背景下，预计未来园区城投与上级政府控股城投的整合、园区城投之间的整合或将加速。

二、国家级高新区城投企业信用表现

（一）城投债发行

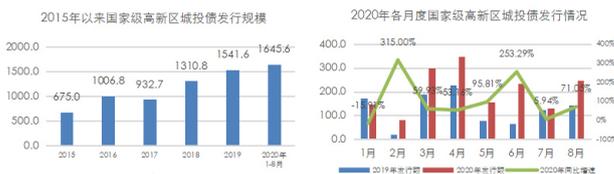
2020年1~8月，国家级高新区城投债发行再创新高，中期票据和公司债增幅较大

2020年以来，宏观经济受新冠疫情影响面临较大冲击，政策逆周期调节进一步加大，城

投再融资环境总体较好。得益于宽松的融资环境，2020年1~8月，国家级高新区城投债发行规模达1645.6亿元，已超2019年全年水平，同比大幅增长60.79%，占全市场发行总额的比重为1.31%。

从各月度看，除1月份受春节因素影响，上半年各月发行规模增速均为正增长，且除7月以外增速均保持在50%以上。从发行券种看，2020年1~8月，城投债发行以中期票据、超短融和公司债等为主，占比分别为25.61%、24.50%、22.76%。其中中期票据和公司债同比增幅分别为148.67%和154.99%，带动了国家级高新区城投债发行再创新高。

图表9 2020年1~8月国家级高新区城投债发行情况(单位:亿元)

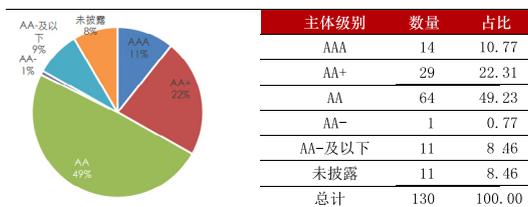


资料来源: Wind, 东方金诚整理

2020年以来,交易所公司债中,AA及以上主体发行额均出现大幅增长;银行间债券品种中,AA+及AAA主体发行规模增长较多,AA级主体增幅有限

从发行主体来看,截至2020年8月末国家级高新区城投历史发行主体共130家,以AA及以上级别为主,其中AA主体占比最多,近50%。

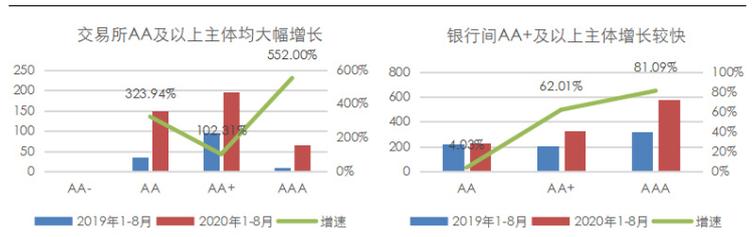
图表10 2020年1~8月国家级城投债发行主体情况(单位:家、%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

从发行额分布来看,国家级高新区城投发行的交易所公司债中,AA及以上主体发行额均出现大幅增长,增速在100%以上,其中AA及AAA均出现成倍增长,区域分布主要集中在江苏、湖南、浙江等省份;银行间债券品种中,AA+及AAA主体发行规模增长较多,AA主体增幅有限。

图表11 2020年1~8月国家级城投债发行额主体级别分布情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

(二) 发展特点

国家级高新区城投企业发展特征与其所在园区发展阶段存在较强的相关关系

国家级高新区的城投企业,是帮助建设所在园区而存在的,因而城投企业的业务和财务特征与其所在园区的发展阶段存在较强的相关关系。

1.0阶段的园区,要做土地开发、七通一平、招商引资,对应的城投需帮助园区做土地整理、厂房、办公楼等基础设施和配套的建设,资金来源主要是外部融资,从而形成了大量债务。2.0阶段,政府开始有目的引入和培育特定的高新产业,城投也逐步开展了招商引资支持业务,如资金拆借、委托贷款、股权投资、担保、租赁、物业管理等。3.0阶段,园区内基建已经基本成型,城投承接的基建项目以完善为主,这时城投也在寻觅转型,逐步成为产业投资主体、园区综合运营商,随着园区企业的发展也获得收益。

总体来看,基建的主业是贯穿园区城投各个阶段的,这个特点和市场上大多数城投是类

似的，其伴生风险也是类似，本文不过多赘述，仅对随着园区发展而形成的园区城投特色业务、特有风险进行分析。

图表 12 不同阶段国家级高新区城投特征

分类	项目	创业 1.0	创业 2.0	创业 3.0
国家级高新区	发展定位	工业园区	科技工业园区	创新经济体
	重点任务	集聚生产要素、形成规模经济	外延粗放式转向集约内涵式	构建开放式的创新创业生态系统
	主要手段	土地开发、七通一平、负债经营、招商引资	政府为主导建设创新创业平台，招才引智，鼓励科技创业	借力发展，引导多主体构建创新生态，增强整合和运作能力
城投企业	业务特点	以基础设施建设和土地整理业务为主，逐步开展招商引资支持业务（资金拆借、委托贷款、股权投资、担保、租赁、物业管理等）		产业投资主体、园区综合运营商

资料来源：公开资料，东方金诚整理

园区城投特色业务，最有代表性的是第一园区中关村科技园下属的城投，即中关村发展集团股份有限公司（以下简称“中关村发展集团”）。2019年，中关村发展集团实现主营业务收入99.12亿元，其中31.85%来自于园区开发业务、22.49%来自于房地产业务，科技金融和租赁等特色业务收入合计约占三成。

中关村发展集团的科技金融和租赁等特色业务主要包括担保、小额信贷、科技租赁、创业投资、产业投资、租赁与物业等。其中租赁和物业业务收入规模较大，2019年为21.20亿元，毛利率较高为44.08%，主要依托园区内的自建写字楼、研发楼、公寓、工业厂房等配套载体进行出租，租赁面积约84万平方米；同年，担保业务收入6.87亿元，毛利率很高为141.38%，担保对象为园内科技企业，2019年在保项目7039个，在保余额341.02亿元，代偿率2.71%，代偿余额7.56亿元。

中关村发展集团的小额信贷、科技租赁系为民营科创型中小企业解决融资问题而展开的业务，即借出资金给中小企业；创业投资、产业投资都是属于产业投资类业务，中关村发展集团的投资规模近千亿元。

（三）特有风险

需警惕国家级高新区城投企业转型过程中存在

的借款逾期、担保代偿、投资失败等特有风险

国家级高新区城投企业相对传统城投而存在的特有风险，主要源自于招商引资支持类业务和产业投资业务等，需谨慎对待。具体包括借款逾期风险、担保代偿风险、投资失败风险等。

（1）借款逾期风险

为扶持园区内企业发展，解决其资金需求，园区城投常通过各种方式向园区内企业出借资金，形式较多，包括往来款、委托贷款、小额信贷等，存在借款逾期风险。

以大冶湖高新区内的城投公司——湖北省大冶市湖北大冶湖高新技术产业投资有限公司（以下简称“大冶湖高新投”）为例，该公司其他应收款中有较大规模的民营企业借款，包括大冶汉龙汽车20亿，融通高科3.9亿，鑫詮精科1.8亿，占其他应收款的比重合计高达60%以上。

大冶汉龙汽车，它的前身是众泰的一家硬件供应商，主要为众泰汽车提供引擎、底盘以及点火系统等核心部件，但不是众泰新成立的子品牌。2020年，大冶汉龙汽车组装的第1辆车汉龙旷世上市，该项目投资约60亿，但该车型的销量并不好，在1~7月仅售出了197辆。在销量惨淡的情况下，大冶湖高新投对大冶汉龙汽车的应收款存在一定的回收风险。

另外两家融通高科、鑫詮精科，其经营范围都有汽车零部件，推测为大冶湖高新区内汽车产业链上的企业，亦存在一定的借款逾期风险的。

图表 13 案例涉及城投企业财务指标情况（单位：亿元、%）

公司名称	城市	资产总额	所有者权益	全部债务	资产负债率	2019年营业收入	2019年利润总额
中关村发展集团	北京市	1417.03	410.94	532.68	71.00	101.73	10.39
大冶湖高新投	黄石市大冶市	171.64	91.35	69.20	46.77	7.80	2.28
西山建投	重庆市璧山区	434.30	300.42	114.49	30.83	21.25	4.06

资料来源：公开资料，东方金诚整理

（2）担保代偿风险

除以直接借款的方式帮助扶持园区内的企

业外，园区城投常通过提供担保的方式帮助企业融资，此类被担保企业通常为民营企业，且有一定比例处于创业初期，提供担保的城投公司可能会因被担保企业借款逾期而承担担保代偿风险。

以中关村发展集团为例，2019年其开展的担保业务发生代偿7.56亿元。此外，重庆璧山高新区的重庆两山建设投资有限公司（以下简称“两山建投”）也面临一定的担保代偿风险。

2019年末两山建投对外担保余额为27.38亿元，其中对民企的担保占比为49%，包括对重庆众泰汽车工业有限公司的担保余额12.7亿元。众泰曾是璧山高新区重点引进的企业，两山建投对其的担保也是政府主导下的招商引资的行为。近来，众泰汽车负面消息不断，如故障率高、停产、欠薪、给员工放假一年；因销量暴跌，收到证监会的问询；欠供应商大量应付，面临海量诉讼。新冠疫情也给了众泰一个重击，2020年上半年众泰汽车的销量仅为1417辆，平均每月销量不足250辆，继续成倍暴跌。不善的经营，使得两山建投对众泰的12.7亿担保存在很大的代偿风险。

（3）投资失败风险

随着园区的发展，园区城投通过对区内企业的投资而逐步转型成为产业投资主体，投资对象往往是初创企业或中小企业，其经营状况存在较大的不确定性，相应城投企业有较大的投资失败的风险。

以中关村发展集团为例，其投资业务分为创业投资和产业投资两类。创业投资领域涵盖电子信息、高端装备制造、新能源和环保等战略新兴产业。截至2020年3月末，中关村发展集团管理基金规模30亿元，直接投资企业32家；投资总额3.12亿元，参与设立的创投基金62个，基金总规模455.87亿元。

中关村发展集团产业投资业务包括代持政府资金投资、自有资金投资、服务项目落地、

产业投资基金等。截至2019年末，中关村发展集团代持政府资金共出资129个项目，金额21.49亿元；自有资金投资项目共58个，出资金额18.05亿元；中关村发展集团参与基金达139支，总投资额493.76亿元。总体来看，中关村发展集团对外投资的规模很大，存在一定的投资失败风险。

三、结论

综上所述，国家级高新区是政策力量扶植和培育高新技术产业、凝聚国家竞争优势的重要载体，其产业具有高附加值属性，贡献了更多的GDP和税收；高新区和经开区的创新底层逻辑不同，非直接竞争的关系，高新区提供了更肥沃的高新土壤，更适宜高新技术企业发展。

新预算法实施后，国家级高新区财政自主权收紧，其城投融资带来的建设资金将成为园区投资资金的重要来源；高新区城投合并或将加速，但要警惕部分债台高筑的高新区城投流动性风险。

国家级高新区的发展需经历三次创业阶段，对应其城投企业的主营业务也在基础设施建设业务基础上不断拓展，逐步转型成为产业投资主体、园区综合运营商；但需警惕国家级高新区城投企业转型过程中存在的借款逾期、担保代偿、投资失败等特有风险。■

潮起外高桥 逐梦自贸港 ——海关特殊监管区域分析及城投研究

文 | 公用事业一部 周丽君 尚子书 马霁竹

主要内容

海关特殊监管区域：

- 海关特殊监管区域设立初衷主要为承接国际产业转移、联接国内国际两个市场，对提升我国外贸水平、电子信息等制造业的发展起到至关重要的作用。
- 伴随着我国改革开放历程，海关特殊监管区域先后出现过六种形态，其中综合保税区是海关特殊监管区域的最高形态，开放层次更高、政策更优惠、功能更齐全。
- 口岸枢纽型海关特殊监管区域区位优势相对更明显、起步时间较早，经济指标总体靠前、产业结构更趋合理与优化；部分产业依托型及项目带动型特殊区域依托于所在城市良好的产业基础及大型项目的带动作用亦得到长足发展，常见于内陆地区的区域中心城市。
- 国内产业转型需要及国际贸易环境变化促使我国通过自由化、便利化程度更高的自贸区和自由贸易港建设探索对外开放新路径，并带动着海关特殊监管区域的转型升级。

城投企业：

- 海关特殊监管区域单独设有城投公司从事区域内开发建设的相对较少，更多的由所在经开区或高新区内的城投公司负责。
- 海关特殊监管区域城投企业主营业务总体呈现开发与经营并进的特征，外高桥股份、天保投控依托所在园区的良好发展其主营业务市

场竞争及盈利能力较强，宁波投开由于园区配套服务业务的政策优惠叠加期间费用对利润的侵蚀，盈利状况处样本企业低位。

- 样本企业资产中应收及预付类款项、土地使用权和项目成本占比较高，资产流动性普遍较弱，但外高桥股份因持有较大规模的优质经营性物业，资产可变现能力相对较强。
- 已发债城投所在的海关特殊监管区域总体发展情况较好，为企业发展提供了良好的外部环境，但亦需关注到由于区域面积、建设程度等差异，样本企业有息债务规模呈现较大差距，部分城投面临较大的债务化解及即期偿付压力。

2020年5月，位于上海自贸区临港新片区的洋山特殊综合保税区（以下简称“洋山特殊综保区”）正式揭牌，成为目前我国海关特殊监管区域中唯一的特殊综合保税区；同年6月，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，明确在海南岛全岛实施海南自由贸易港（以下简称“海南自贸港”）建设。那么，洋山特殊综保区究竟“特”在哪里，与其他海关特殊监管区域有哪些区别？海南自贸港与自由贸易试验区又有何不同，它的建设推进具有怎样的意义？

本报告将从海关特殊监管区域的定义和特征出发，重点分析它的诞生、发展与未来，并研究区域内城投企业的信用表现。

一、海关特殊监管区域概况

海关特殊监管区域设立初衷主要为承接国际产业转移、联接国内国际两个市场，对提升我国外贸水平、电子信息等制造业的发展起到了至关重要的作用

海关特殊监管区域是经国务院批准，设立在中华人民共和国关境内，赋予承接国际产业转移、联接国内国际两个市场的特殊功能和政策，由海关为主实施封闭监管的特定经济功能区。

从定义出发，可见海关特殊监管区域的几个特征：第一，海关特殊监管区域需要经过国务院审批，一般纳入国家级经开区或高新区范畴，这主要考虑到国家级经开区或高新区基础设施相对完善，海关特殊监管区域则享有特殊的政策有利于吸引外资的进入，二者相辅相成；第二，海关特殊监管区域设立的目的是承接国际产业转移、联接国内国际两个市场；第三，海关特殊监管区域采用封闭围网管理，对区域内货物、人员、资金等实行特殊管理；第四，海关特殊监管区域享有保税仓储、出口加工、国际中转、国际配送等特殊功能，其中所谓保税制度是指经过海关批准的境内企业所进口的货物，在海关监管下在境内指定的场所储存、加工、装配，并暂缓交纳各种进口税费的一种海关监管业务制度。

海关特殊监管区域对提升我国外贸水平、电子信息等制造业发展起到了至关重要的作用。外贸方面，2018年1~11月，我国海关特殊监管区域实现进出口值4.7万亿元人民币，占同期我国外贸进出口总额的16.8%，以占全国二万分之一的土地面积，实现了约六分之一的外贸总量。产业发展方面，海关特殊监管区域为承接跨国产业转移提供平台，吸引外资龙头企业入驻以实现产业集聚，并带动周边集聚一大批配套企业，实现产业的协同发展，极大

的促进了外向型经济建设。

二、海关特殊监管区域分析

（一）演变历史

伴随着我国改革开放历程，海关特殊监管区域先后出现过六种形态，其中综合保税区是海关特殊监管区域的最高形态，开放层次更高、政策更优惠、功能更齐全

从1990年至今，伴随着我国改革开放的历程，海关特殊监管区域的发展先后出现过六种形态。最初的一类叫做保税区，第一家是1990年获批的上海外高桥保税区，而后又有天津港保税区等十几个区域先后获批，主要分布在沿海城市，它的功能相对基础，主要包括保税仓储、流通加工和转口贸易。

第二类是出口加工区，第一家是2000年获批的昆山出口加工区，而后有深圳出口加工区等60个区域先后获批，区域分布覆盖沿海及中西部地区。出口加工区的设立背景源于，改革开放以来我国加工贸易得到了迅猛发展，但原来的加工贸易分散经营，导致管理难度很大，且易引发利用加工贸易走私的现象，而出口加工区的设立则有助于实行集中型管理。它的功能相对单一，主要开展出口加工业务。

第三类为跨境工业园区，截至2020年6月末共2个，分别为获批于2003年的珠澳跨境工业区珠海园区以及2006年的霍尔果斯国际边境合作中心中方配套区，现有的功能基本等同于“综合保税区+快速通关专用口岸”。

第四类是保税物流园区，第一家是2003年获批的上海外高桥保税物流园区。其设立背景在于，我国的保税区对外商最大的吸引力来自其税收优惠政策，但是加入世贸组织后，我国关税大幅削减，保税区原有的政策优势逐渐减弱，急需拓展新的发展空间。在此背景下，专门发展仓储和物流业务的保税物流园区应运而

生，它一般位于毗邻保税区的港区内，既可享受保税区和出口加工区的政策优势，又可发挥港口的区位优势，有助于实现港区联动。保税物流园区具体的功能包括国际中转、国际配送、国际采购和国际转口贸易。

第五类是保税港区，兼具保税区、出口加工区、保税物流园区三者的功能以及港口功能于一体，其建设背景既是为了整合区域功能，促进海关特殊监管区域的转型发展，也是为了配合我国国家航运中心的建设。第一家是获批于2005年的上海洋山保税港区。

第六类系综合保税区，功能上与保税港区类似，是设立在内陆地区的具有保税港区功能的海关特殊监管区域，有助于促进内陆地区进一步开放，第一家系获批于2006年的苏州工业园综合保税区。

图表1 海关特殊监管区域六种形态一览

区域名称	首设时间	设立背景	功能定位
保税区	1990年	扩大沿海开放	保税仓储、流通加工和转口贸易
出口加工区	2000年	出口战略，促进加工贸易集中化管理	出口加工
跨境工业园区	2003年 2006年	促进澳门多元化发展 上合组织周边友好合作示范区	基本等同于“综合保税区+快速通关专用口岸”
保税物流园区	2003年	我国加入世界贸易组织； 发展保税物流促进港口经济	国际中转、国际配送、国际采购和国际转口贸易
保税港区	2005年	功能整合，配合国家航运中心建设	兼具保税区、出口加工区、保税物流园区以及港口功能于一体
综合保税区	2006年	功能整合，促进内陆开放	同保税港区

资料来源：公开资料，东方金诚整理

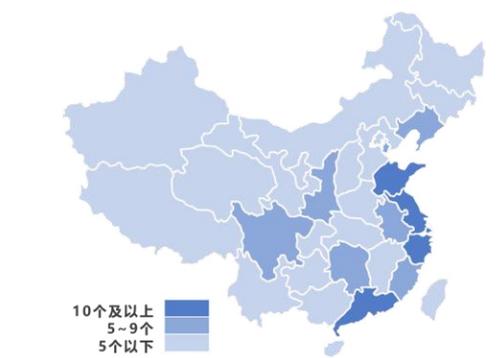
由于发展中存在种类过多、功能单一等问题，2012年国务院印发《关于促进海关特殊监管区域科学发展的指导意见》（国发〔2012〕58号）提出：第一，逐步将现有出口加工区、保税物流园区、跨境工业区、保税港区及符合条件的保税区整合为综合保税区；第二，新设立的特殊监管区域，原则上统一命名为“综合保税区”。

截至2020年6月末，我国海关特殊监管区域共155个，总规划面积超过460平方公里。其中综保区134个（占比86.5%），其他类型的特殊区域部分已在办理转型综保区手续。基于我国由南到北、由东到西改革开放路线的历

史原因，海关特殊监管区域的布局也呈现为南多北少、东多西少。

图表2 截至2020年6月末我国海关特殊监管区域分布情况

区域名称	数量
保税区	9个
出口加工区	1个
跨境工业园区	1个
保税物流园区	2个
保税港区	8个
综合保税区	134个



资料来源：海关总署，东方金诚整理

海关特殊监管区域的发展与外商在华投资息息相关，呈现区域分布从沿海向内陆和延边地区推进、产业发展由以制造业为主向制造业与服务业并重的双重特点

海关特殊监管区域的设立和发展与我国对外开放的历程息息相关，从外企在华投资的变迁出发可以窥见海关特殊监管区域的发展缩影。

改革开放以来外商在华投资可简单划分为几个阶段：（1）起步阶段（20世纪80年代）。这个时期外商在华投资的规模不大，较为平稳，主要集中在沿海地区。（2）快速成长阶段（1992-2008）。1992年，邓小平同志发表南巡讲话以后，我国加大了对外开放的步伐，逐步开放了陆地边境城市、长江沿岸城市和内陆省会城市，由此形成了全面对外开放的局面。2001年后，随着我国加入世贸组织，外商在华投资快速增长。从区域分布看，东部沿海地区的外商投资虽一直占据主导，但进入2000年以

后，随着西部大开发、中部崛起等战略的提出，叠加沿海劳动力成本上升以及中西部地区自身交通条件的逐步改善，中西部地区外商投资占比有所提升。(3)金融危机后(2009年以来)。外商投资经历短暂回落后进入稳步发展阶段，中西部地区外商投资占比进一步提升。此外，从产业类型看，外商在华投资的领域亦在不断拓展和优化，从最初主要集中在制造业领域，走向制造业与服务业并重，并不断向服务业领域倾斜。

相应的，海关特殊监管区域的发展也经历了从沿海逐步向内陆和延边地区推进的特点。20世纪90年代，我国先后批复了15个保税区，覆盖上海、天津、深圳、大连、海口、厦门、张家港、海口、福州、宁波、青岛、广州、汕头和珠海等沿海、沿江城市。2000年4月，国务院批准设立首批15个国家出口加工区，其中湖北武汉出口加工区和四川成都出口加工区分别为中部唯一和西部唯一的国家级出口加工区，亦是中西部地区对外开放的政策高地。截至2020年6月末，海关特殊监管区域中西部地区占比接近40%。与此同时，曾经走在开放前列的沿海型特殊区域亦经历着从以制造业为主向制造业与服务业并重的转型路径中。

(二) 发展现状

口岸枢纽型海关特殊监管区域区位优势相对更明显、起步时间较早，经济指标总体靠前、产业结构更趋合理与优化；部分产业依托型及项目带动型特殊区域依托于所在城市良好的产业基础及大型项目的带动作用亦得到长足发展，常见于内陆地区的区域中心城市

我国海关特殊监管区域数量众多，其发展的不均衡性亦较为明显。2018年，我国海关特殊监管区域共实现进出口总额7840亿美元，其中上海外高桥保税区贡献占比超过15%，而部分不达标的特殊区域则面临整改局面。究其

原因，外资企业选择落地城市的关键因素是导致特殊区域差异化发展的重要因素之一。按动机导向对跨国公司进行分类大体包括效率寻求型、资源寻求型、市场寻求型和技术寻求型等等，外商在华投资以前三类为主，其关键抉择因素包括所在地区的劳动力、土地及运输成本优势，资源充裕程度及资源投资政策，市场规模及增长潜力等等。因此，总体上，沿海型、内河型以及分布在内陆地区区域中心城市的海关特殊监管区域具有更好的先天优势。同时，外资企业寻找落地城市时会在自身动机导向和城市特征之间寻求契合，因此造就了不同海关特殊监管区域产业发展的差异化。

海关特殊监管区域常见的产业包括保税加工类、保税物流类和保税服务类。其中保税加工类主要体现为国际和东部沿海地区的转移产业，包括电子信息产业、采矿、化工、装备制造、航空制造和新材料产业等产业；保税物流业务更多地依赖交通枢纽优势开展；保税服务类则是海关特殊监管区域产业转型发展的重要方向。结合目标定位和发展路径，我国的海关特殊监管区域可大体划分为如下几类：口岸枢纽型、产业依托型、项目带动型和边境口岸型(详见下图表)。其中口岸枢纽型海关特殊监管区域区位优势相对更为明显、起步时间相对较早，经济指标总体靠前、产业结构更趋合理与优化；部分产业依托型及项目带动型特殊区域依托于所在城市良好的产业基础及大型项目的带动作用亦得到长足的发展，常见于内陆地区的区域中心城市。

图表3 海关特殊监管区域的常见类型

类型	主要特征	主要产业
口岸枢纽型	依托海港、内河港、铁路港或空港等重大交通枢纽设立	保税加工类、保税物流类、保税服务类
产业依托型	基于当地的产业基础或产业发展需求而设立，通常位于内陆地区制造业发达的产业集聚区内	保税加工为主
项目带动型	依托一个或多个大型制造业项目等发展而来，进而带动整个产业集群的建立	保税加工为主
边境口岸型	位于边境口岸城市，重点发展口岸经济促进产业集聚	保税物流为主

资料来源：公开资料，东方金诚整理

1. 口岸枢纽型

口岸枢纽型海关特殊监管区域一般依托海港、内河港、铁路港或空港等重大交通枢纽而设立，如上海外高桥保税区、天津港保税区、宁波保税区和张家港保税港区。

上海外高桥保税区是全国首个保税区，获批于1990年，规划面积10平方公里，濒临长江入海口、紧靠外高桥深水港区，具有良好的区位优势。外高桥保税区主导产业包括国际贸易、现代物流和先进制造，其产业发展大体经历了以下三个阶段：（1）以物流和贸易产业起步的启动期；（2）1999年~2012年紧抓国际制造业产业转移机遇吸引英特尔、IBM等世界500强企业集聚的成长期；（3）2013年以来，上海自贸区挂牌成立后，注重金融服务、技术服务、商务服务、租赁服务等新兴产业占比提升的跨越期。2019年，上海外高桥保税区实现进出口额1278.7亿美元，列全国保税区首位。

天津港保税区获批于1991年，紧邻天津港和天津滨海国际机场，是北方经济规模最大的保税区，其管辖面积由初始的8.5平方公里拓展至2019年末的202.4平方公里。天津港保税区利用其临港、临空的区位优势重点发展航空制造、航空物流、装备制造、国际贸易等产业，已吸引欧洲空中客车、美国普洛斯、美国卡特彼勒等企业相继落户，并建有石油、汽车、棉花、煤炭、稀有金属、化工材料等10多个世界大宗商品交易市场。2018年天津港保税区实现GDP1045.80亿元，2019年实现一般公共预算收入67.1亿元。

宁波保税区获批于1992年，总面积2.3平方公里；2001年，浙江宁波出口加工区获批设立，规划面积3平方公里，并于2020年4月整合优化为宁波北仑港综合保税区；两区实行统一管理。宁波保税区背靠世界第一大港——宁波-舟山港，国际贸易业务得到长足发展，逐步形成了以有色金属、固体化工、铁矿砂等为

代表的进口大宗商品市场和以葡萄酒、进口水果、母婴用品等为代表的进口生活消费品市场，同时作为全国首批跨境电商进口试点城市，将天猫国际、京东全球购、考拉海购、小红书等一批跨境电商巨头跨境基地聚集于此。先进制造业方面，宁波保税区是全国重要的液晶光电产业基地和浙江省台资企业重要聚集地。此外，近年来宁波保税区注重数字经济发展，以推动产业链再造和价值链提升。2019年，宁波保税区实现GDP195.6亿元，一般公共预算收入33.2亿元。

张家港保税港区前身为1992年获批的张家港保税区，2008年升格为保税港区；与金港镇实施一体化管理，管辖范围152平方公里。张家港保税港区是全国首家内河型保税区，依托长江“黄金水道”，吸引了陶氏、杜邦、道康宁等世界化工巨头集聚，目前已形成全球最大的有机硅综合生产基地、锂电池电解液生产基地、亚洲最大的综合性粮油加工基地。2019年，张保区（含金港镇）实现规模以上工业总产值1190亿元；一般公共预算收入54亿元。

图表4 部分口岸枢纽型海关特殊监管区域概览（单位：平方公里）

区域名称	获批时间	规划面积	主要产业
上海外高桥保税区	1990年	10	国际贸易、现代物流、先进制造
天津港保税区	1991年	202.4	民用航空、高端装备制造、大众消费品等第二产业 国际贸易、现代服务、现代物流、新兴金融等第三产业
宁波保税区	1992年	2.3	国际贸易、加工制造、保税物流及数字经济
张家港保税港区	1992年	152	化工、粮油、机电、纺织、物流五大特色产业

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2. 产业依托型

产业依托型海关特殊监管区域一般基于当地的产业基础或产业发展需求而设立，通常位于内陆地区制造业发达的产业集聚区内，以发展保税加工为主，如成都高新综保区、重庆西永综合保税区等。

成都高新综保区获批于2010年，但它的发展并不是零基础的，而是在2001年就成立的成都出口加工区的基础上拓展而来。而成都出口加工区是我国发展最好的出口加工区之一，这

一切都源于 2003 年英特尔与成都结缘，这也是改革开放以来成都市迎来的最大投资，与此同时，IBM、SAP 等其他全球知名企业也相继入驻，因而电子信息产业体系逐步建成并带动了上下游产业的发展。目前，成都高新综保区已形成电子信息、生物医药和精密机械制造等主导产业；2019 年，实现进出口总额 627.7 亿美元，列全国综保区首位。

重庆西永综保区获批于 2010 年，位于重庆市西永微电子产业园区内。与其他“栽下梧桐，才引凤凰”的发展模式不同，重庆西永综保区是为落地“凤凰”栽“梧桐”、顺势而为的结果。早在 2007 年，世界 500 强企业惠普就入驻了重庆西永微电子产业园，重庆也因此成为惠普在国内的第四个软件服务分中心。之后，在惠普的带动下，富士康、英业达、广达等 IT 巨头亦相继入驻，形成了庞大的 IT 产业集群。但问题随之而来，这些企业大多数的原材料和产品需要进出口，而且高度依赖保税加工和保税物流，必须在海关特殊监管区内运作。于是 2009 年，重庆市向国务院提交了设立西永综合保税区的申请并在 2010 年正式获批。2019 年，重庆西永综保区实现进出口总额 373.5 亿美元。

图表 5 部分产业依托型海关特殊监管区域概览（单位：平方公里）

区域名称	获批时间	规划面积	所依托经开区/高新区	主要产业
成都高新综合保税区	2010 年	4.68	成都高新区	电子信息、生物医药和精密机械制造
重庆西永综合保税区	2010 年	10.3	重庆市西永微电子产业园区	电子信息产业集群

资料来源：公开资料，东方金诚整理

3. 项目带动型

项目带动型海关特殊监管区域主要依托一个或多个大型制造业项目等发展而来，进而带动整个产业集群的建立，带动园区及城市发展，如郑州新郑综合保税区。

新郑综保区设立于 2010 年，是中部地区第一个综保区，位于郑州航空港内，规划面积 5

平方公里。新郑综保区的发展是一个从无到有的过程。借着代工巨头富士康向内地转移工厂的契机，郑州市依托它在交通、人力等方面的优势，并在税收、土地、人员培训等方面给予富士康最大的支持，最终吸引富士康正式入驻新郑综保区。与此同时，富士康落户带来了良好的连锁效应，为之配套的沿海企业和一批实力雄厚的国内外知名企业，以及联邦物流、顺丰速运等物流公司也纷纷抢滩郑州，进而带动郑州的快速发展。2019 年，新郑综保区实现进出口总额 498.3 亿美元，列全国综保区前列。

4. 边境口岸型

边境口岸型海关特殊监管区域是指设置在内陆边境城市，利用对外开放口岸，以境内外各种资源和要素相互流通交换为基础，以周边国家为特定市场的综合保税区，如新疆阿拉山口综合保税区、广西凭祥综合保税区和黑龙江绥芬河综合保税区等。

新疆阿拉山口综合保税区获批于 2011 年，主要依托阿拉山口口岸，开展面向哈萨克斯坦等中亚国家及俄罗斯等国家的业务，逐渐构建了油气、粮棉油、金属矿产品、木材、整车进口等大宗物资交易平台。2019 年，阿拉山口综合保税区进出口总额为 8.66 亿美元。

（三）转型升级

国内产业转型需要及国际贸易环境变化促使我国通过自由化、便利化程度更高的自贸区和自由贸易港建设探索对外开放新路径，并带动着海关特殊监管区域的转型升级

从 1990 年至今 30 年的时间里，海关特殊监管区域伴随着我国改革开放的历程取得了长足的发展。但与此同时，海关特殊监管区域也在摸着石头过河，在发展过程中随着内外环境的变化亦面临着转型升级的重大挑战。

从国内发展需求和产业迁移的自然规律看，过去 30 年，得益于廉价劳动力等带来的要

素红利，我国制造业迎来了快速发展。但随着经济快速发展、经营成本的逐步上升，未来我国这种要素红利时期将逐步弱化，急需打造中国经济的“升级版”，尤其对于沿海型的综保区要逐步推动由传统制造业向现代服务业的发展。过去我国综保区的政策便利更多体现在货物的自由流通，而要逐步推动高端服务业的发展，就需要政策进一步改革，使得贸易自由化和便利化的程度更高。

从国际环境看，2008年金融危机后，美国等发达国家主导 TPP 等贸易投资协定，即标准更高的自由化贸易准则，欲通过这些投资协定获取全球贸易的主导权，而这些贸易协定都没有中国的参与。因此，国际环境的变化及国际贸易的“规则之争”也倒逼着我国加快建立更高标准的贸易自由化。

何为更高标准的贸易自由化，以及由此可对经济产生何种变化？我们以目前全球开放水平最高的特殊经济功能区——自由贸易港为例，了解它的政策特点及重要意义。从政策上来看，不同于海关特殊监管区域更注重货物的自由流通，自由贸易港则在货物流通、货币流通、人员流通、信息流通以及法律和监管等方面进行全方位改革，便利化和自由化程度非常高。这样就为离岸贸易的发展提供了政策基础，可在离岸贸易基础上进一步开放高端服务业，发展离岸金融等相关业务。何为离岸贸易？假设一个跨国公司从印度采购原材料，送到缅甸加工，最后产品卖到欧洲，所有物流都不经过中国，但资金收付结算、订单安排等都在中国进行，这就是离岸贸易，也有助于实现全球供应链管理的总部经济。

综上，国内自身的发展需求叠加国际贸易格局的变化共同推进着我国外贸改革的步伐，但改革从来不是一簇而就。虽然自由贸易港政策对发展外贸非常有利，但综合考虑外贸情况、经济现状和监管政策等因素，我国并没有过快

推进自由贸易港的建设，而是采取分步骤、分阶段实施。在自由贸易港探索建设之前，我国批复了多个自由贸易试验区，以探索我国对外开放的新路径和新模式。

2013年，我国首个自贸区——中国（上海）自由贸易试验区获批成立，而后我国又先后批复了广东、天津、福建等20个自贸区。自贸区的面积较广，一般囊括了省内多数的海关特殊监管区域，以上海自贸区为例，总面积240.22平方公里，涵盖了上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区、金桥出口加工区、张江高科技园区、陆家嘴金融贸易区和临港新片区等。与一般综保区不同，自贸区的优势不仅仅在税收优惠，还包括开放程度、金融创新、管理方式改革等内容；并肩负着创新和探索的试验区功能，如果某一个试验区制度改革得到良好验证就在其他区域进行复制，同时这些制度创新也在为建设自由贸易港积累着实践经验。

图表6 我国自贸区分布情况



注：自贸区实际面积并非图中蓝色区域全部面积

资料来源：海关总署，东方金诚整理

2020年，我国先后批复洋山特殊综保区和海南自由贸易港，中国特色自由贸易港建设迈出关键一步。其中，洋山特殊综保区是目前我国海关特殊监管区域中唯一一个特殊综合保税区，其发展指向两链（国际供应链、前沿产业链）三化（自由化、便利化、一体化），即通过更大力度的开放政策带动离岸贸易，以发展国际供应链管理和前沿产业链集群。这也是洋山特殊综保区“特”字所在。海南自贸港以贸易投资自由化和便利化为重点，以期构建独特的政策制度体系，制度设计涵盖贸易自由便利、

投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动等多个方面。

图表 7 洋山特殊综合保税区和海南自由贸易港概览

名称	获批时间	规划面积	目标	产业定位
洋山特殊综合保税区	2020年1月	25.31平方公里	努力到2035年，重点培育三大产业、打造十大中心，为探索建设具有中国特色自由贸易港提供更多实践样本	着眼于在岸业务和离岸业务统筹发展，重点培育国际供应链管理、国家高端制造及相关服务业和跨境综合服务业
海南自由贸易港	2020年6月	海南岛全岛	分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港	聚焦旅游业、现代服务业和高新技术产业

资料来源：公开资料，东方金诚整理

总体来看，国内产业转型需要及国际贸易环境变化共同促使我国通过自由化、便利化程度更高的自贸区和自由贸易港建设探索对外开放新路径，并带动着海关特殊监管区域的转型升级。

三、海关特殊监管区域城投企业信用表现

(一) 发行概况

海关特殊监管区域面积普遍较小，单独设有城投公司从事区域内开发建设的相对较少，更多由所在经开区或高新区内城投公司负责，已发债城投所在区域总体发展较好，为企业发展提供了良好的外部环境

海关特殊监管区域单独设有城投公司从事区域内开发建设的相对较少，更多的由所在经开区或高新区内的城投公司负责。截至2020年9月末，海关特殊监管区域已发债城投企业主要共12家，累计发债规模1774.1亿元，债券余额659.9亿元。

上述已发债城投涉及海关特殊监管区域共7个，即上海外高桥保税区、天津港保税区、宁波保税区、福田保税区、重庆两路寸滩保税港区、张家港保税港区以及宁波梅山综合保税区，这些区域的综合实力在全国海关特殊监管区域中总体较好，为城投企业发展提供了良好的外部环境。

图表 8 海关特殊监管区域城投债发行及余额分布情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

(二) 样本企业概况

下文以截至2020年9月末尚有存续债的9家海关特殊监管区域城投企业为样本，分析其信用表现。上述企业涉及海关特殊监管区域共6个，其中天津港保税区内最重要的开发建设主体为天保投控，临港投控和临港建发则主要从事2017年底并入天津港保税区的天津临港经济区的开发建设；金港资产和张保实业系母子子公司，主要从事张家港保税港区的开发建设。

图表 9 截至2020年9月末尚有存续债的海关特殊监管区域城投企业概况 (单位：亿元)

企业名称	企业简称	所在园区	控股股东	债券余额
上海外高桥集团股份有限公司	外高桥股份	上海外高桥保税区	上海外高桥资产管理有限公司	61.03
天津保税区投资控股集团有限公司	天保投控	天津港保税区	天津港保税区国有资产管理局	350.90
天津临港投资控股有限公司	临港投控		天津市滨海新区国有资产监督管理委员会	19.70
天津临港建设开发有限公司	临港建发		临港控股	41.36
重庆保税港区开发管理集团有限公司	渝保开发	重庆两路寸滩保税港区	重庆两江新区管理委员会	65.00
张家港保税区金港资产经营有限公司	金港资产	张家港保税港区	张家港保税区管理委员会	55.70
张家港保税区张保实业有限公司	张保实业		金港资产	43.00
宁波保税区投资开发有限责任公司	宁保投开	宁波保税区	宁波保税区管理委员会	7.00
宁波梅山岛开发投资有限公司	梅山岛开投	宁波梅山综合保税区	宁保投开	16.20

资料来源：Wind，东方金诚整理

（三）盈利分析

海关特殊监管区域城投企业主营业务总体呈现开发与经营并进的特征，外高桥股份、天保投控依托所在园区的良好发展其主营业务市场竞争及盈利能力较强，宁波投开由于园区配套服务业务的政策优惠叠加期间费用对利润的侵蚀，盈利状况处样本企业低位

海关特殊监管区域城投企业主营业务总体呈现开发与经营并进的特征，即除从事园区的开发建设以外，还从事与园区运营相关或基于园区主导产业衍生的经营性业务，包括公用事业运营、房地产开发、码头运营及港口服务、商品贸易和金融服务等。比较典型的代表有外高桥股份（股票代码：600648）和天保投控。

随着外高桥保税区发展逐步成熟，外高桥股份除园区开发外形成了商业房地产、物流贸易、文化投资和金融服务等经营性业务。尤其是依托外高桥保税区的良好发展，外高桥股份持有了较大规模可变现的经营性物业，每年可持续带来较大规模的收入及现金流。2019年，外高桥股份实现营业收入89.41亿元，净利润9.21亿元，净资产收益率8.44%，处样本企业中最高水平，主营业务市场竞争及盈利能力较强。

天保投控是天津港保税区内最重要的开发及运营主体，亦形成了多元化经营的业务布局，除园区开发外，其从事的公用事业运营业务带来了稳定的现金流入，由上市公司天津天保基建股份有限公司开展的房地产开发业务具有区域性竞争优势，平行进口汽车业务带动收入大幅增长，小贷、融资租赁和商业保理等金融业务则构成利润的重要来源。2019年，天保投控实现营业收入102.89亿元，净利润14.75亿元。考虑到园区开发业务形成了较大规模的有息债务，天保投控每年获得天津港保税区管委会较大规模的补贴收入，2019年约20亿元。

此外，临港投控及临港建发依托园区的地

理位置和资源优势开展码头运营及港口服务业务。渝保开发随着重庆两路寸滩保税港区功能的不断完善，业务范围逐渐向房屋租赁等经营业务拓展。金港资产合并范围内的上市公司张家港保税科技（集团）股份有限公司在乙二醇、二甘醇等重要液体化工品仓储业务方面具有规模优势。宁保投开主要从事宁波保税区的开发与运营，随着宁波保税区内基础设施配套趋于成熟，公司职能逐步向园区配套服务转变，经营性业务包括房屋出租及出售收入，但由于为了吸引优质企业入驻保税区，部分物业出售及出租价格有一定优惠，叠加期间费用对利润的侵蚀，其盈利状况在样本企业处于低位。

图表10 样本企业主营业务情况及2019年部分盈利指标(单位:亿元)

企业简称	主营业务	营业收入	净利润	补助收入	ROE (平均)
外高桥股份	园区开发、商业房地产、物流贸易、文化投资、金融服务	89.41	9.21	0.76	8.44%
天保投控	基础设施建设及土地开发、公用事业运营、房地产开发、商贸物流、金融及股权投资	102.89	14.75	21.28	2.98%
临港投控	滩涂开发和基础设施建设、码头运营及港口服务、公用事业运营、金融租赁、商品贸易	62.58	3.42	13.45	1.43%
临港建发	滩涂开发和基础设施建设、码头运营及港口服务	30.07	2.90	4.46	1.60%
渝保开发	土地整治、基础设施建设、房屋租赁和商品销售	50.00	6.31	2.41	3.04%
金港资产	基础设施建设及土地开发、码头仓储、商品销售及代理	32.44	5.14	4.30	2.81%
张保实业	基础设施建设及土地开发、自来水销售等	7.50	3.29	2.10	3.23%
宁保投开	基础设施建设、房屋出售及出租	8.21	0.06	0.73	1.19%
梅山岛开投	土地整理与基础设施建设、化工品销售	5.73	1.54	0.53	1.82%

注：补助收入以“其他收益+营业外收入”估算
资料来源：Wind，东方金诚整理

（四）资产质量

样本企业资产中应收及预付类款项、土地使用权和项目成本占比较高，资产流动性普遍较弱，但外高桥股份因持有较大规模的优质经营性物业，资产可变现能力相对较强

随着园区建设的推进及股东和相关方对公司的资产注入，样本企业资产总额总体呈较大规模，但资产构成中应收及预付款项、土地使用权和项目成本占比普遍较高，资产流动性普遍较弱。但特别的，外高桥股份资产中可变现经营性物业规模较大，且所处的外高桥保税区发展较为成熟、区位较好，其资产可变现能力相对较强。

图表 11 样本企业 2019 年末主要资产及权益情况 (单位: 亿元)

企业简称	资产总额	所有者权益	货币资金占比	应收及预付款项、土地使用权、项目成本合计占比	长期股权投资占比	投资性房地产占比
外高桥股份	348.08	108.67	5.44%	46.11%	3.54%	38.23%
天保投控	1426.80	513.78	9.59%	67.55%	8.90%	3.69%
临港投控	909.54	311.32	4.28%	78.34%	3.48%	7.94%
临港建发	650.63	179.52	2.96%	90.13%	0.30%	0.00%
渝保开发	398.54	212.63	6.24%	60.42%	4.31%	20.76%
金港资产	490.66	163.09	8.53%	79.05%	1.11%	0.30%
张保实业	215.47	103.27	7.86%	82.56%	6.83%	0.06%
宁保投开	67.77	45.39	9.80%	19.91%	28.04%	36.44%
梅山岛开投	168.22	86.05	5.73%	69.97%	2.06%	11.71%

资料来源: Wind, 东方金诚整理

(五) 偿债分析

由于区域面积、建设程度等差异, 样本企业有息债务规模呈现较大差距, 部分城投面临较大的债务化解及即期偿付压力

由于区域面积、建设程度等差异, 样本企业有息债务规模呈现较大差距。天保投控和临港投控债务规模最高, 分别为 847.75 亿元和 443.27 亿元, 金港资产、渝保开发和外高桥股份次之。而宁保投开所在的宁波保税区面积相对较小且开发基本完成, 宁保投开有息债务规模相对较小。

从具体区域和企业来看, 天保投控所在的天津港保税区批复时间较早, 经过多年发展已由原来的海港区域拓展至海港、空港和临港区域, 总面积超过 200 平方公里。天保投控近年来所开发的空港区域及空客 A320 总装线项目投资体量较大, 叠加其他经营性业务需求及区域内债务化解需要等, 资本市场融资呈现快速增长并带动有息债务增加至较高水平。不过, 考虑天津港保税区发展较为成熟、创税能力较强, 且保税区管委会每年向天保投控提供较大规模的财政贴息等支持, 叠加较为顺畅的融资渠道, 可为天保投控债务偿付提供较好保障。

临港投控及其子公司临港建发主要从事天津港保税区内临港区域, 即天津临港经济区的滩涂开发及配套市政工程建设。天津临港经济

区是通过围海造地而形成的港口与工业一体化产业区, 原属于天津滨海新区功能区之一, 后出于区域整合以及便于债务化解与管理的目的于 2017 年底被并入天津港保税区。由于滩涂开发项目建设周期长、投资规模大且回款时间较长, 临港投控及临港建发形成了较大规模的有息债务, 且短期有息债务较高, 货币资金对短债的覆盖倍数较低, 面临债务化解及即期偿付压力。

此外, 张家港保税港区与金港镇实施区镇一体化管理, 管辖范围为 152 平方公里, 区域总面积较大, 金港资产也因此积累了较大规模的有息债务; 重庆保税港区除围网面积 8.37 平方公里外, 还有围网外综合配套用地约 27 平方公里, 加上区域内地形因素带来的开发成本较高, 渝保开发亦形成了较大规模的债务, 并面临一定的短期偿付压力。

外高桥股份因园区开发及商品销售等经营性业务举借了较大规模的短期债务, 但其畅通的融资渠道以及可持续产生可观收益的物业资产能够为债务偿付提供较好保障。

图表 12 样本企业 2019 年末主要负债及偿债指标情况 (单位: 亿元、倍)

企业简称	全部债务	短期债务	资产负债率	全部债务资本化比率	货币资金/短期债务	全部债务/EBITDA	EBITDA 利息倍数
外高桥股份	157.71	103.94	68.78%	69.20%	0.18	5.55	4.39
天保投控	847.75	243.46	63.99%	62.26%	0.56	11.71	1.47
临港投控	443.27	136.84	65.77%	58.74%	0.28	22.64	0.58
临港建发	227.53	110.77	72.41%	55.90%	0.17	29.95	0.39
渝保开发	171.05	56.90	46.65%	44.58%	0.44	17.50	0.86
金港资产	296.48	62.96	66.76%	64.51%	0.66	26.59	0.74
张保实业	108.40	11.71	52.07%	51.21%	1.45	25.47	0.66
宁保投开	20.21	3.70	33.02%	30.81%	1.79	14.08	2.05
梅山岛开投	73.32	21.09	48.85%	46.01%	0.46	33.37	1.50

资料来源: Wind, 东方金诚整理

总体来看, 海关特殊监管区域的诞生与发展对提升我国外贸水平、促进制造业发展起到至关重要的作用。新时期, 国内产业转型需求和国际贸易环境变化的双重背景促使我国通过自由化、便利化程度更高的自贸区和自由贸易港建设探索对外开放新路径。未来, 随着洋山

特殊综保区、海南自贸港建设的逐步推进，相信可为我国特色自由贸易港建设提供更多的实践经验，亦将带动着海关特殊监管区域的转型升级，为区域内城投企业的发展提供良好的外部环境。

海关特殊监管区域因面积普遍较小，一般设立在国家级经开区或高新区内，故单独设有城投公司从事区域内开发建设的相对较少，更多的由所在经开区或高新区内的城投公司负责。已发债城投所在的海关特殊监管区域总体发展情况较好，区域内企业主营业务呈现开发与经营并进的特征，部分案例企业如外高桥股份、天保投控依托所在园区的良好发展其主营业务市场竞争及盈利能力较强。但亦需关注到由于区域面积、建设程度等差异，样本企业有息债务规模呈现较大差距，部分城投面临较大的债务化解及即期偿付压力。■



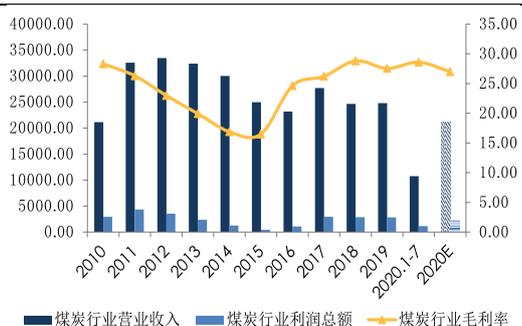
民营及中小煤企信用质量下行 ——2020年煤炭行业信用风险展望（9月修订版）

文 | 工商企业一部 何阳

行业信用质量：在新冠疫情影响、经济增速放缓大背景下，2020年煤炭行业信用质量高位回落，维持煤炭行业信用质量稳定的判断不变



煤炭行业规模以上企业的盈利情况



● 受新冠疫情影响，经济增速放缓，2020年动力煤和炼焦煤需求下降，东方金诚下调动力煤需求增速至-0.80%，维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变。

● 2020年行业新建及核增产能陆续投产，东方金诚维持煤炭产量保持小幅增长，全年煤炭供给同比增加的预测。

● 2020年煤价中枢同比下移，东方金诚维持

全年煤价中枢位于绿色区间基准价535元/吨以上的预测，维持焦煤价格、无烟煤价格将有所回落的判断不变，动力煤价格强于焦煤和无烟煤；

● 随着煤价下移、吨煤成本上升，东方金诚将2020年煤炭行业利润预测由“稳中有降”下调为“小幅下降”；

● 国有大型煤企盈利降幅相对较小，利息支出较小，偿债能力较强，在本研究样本分组中位置相对稳定；受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，部分民营煤企及中小煤企盈利降幅较大且债务负担和利息支出较重，信用质量下降，导致其在本次样本分组中明显下沉。

一、煤炭行业信用基本面

受新冠肺炎疫情影响，经济增速放缓，2020年全年煤炭消费量略有下降，东方金诚下调动力煤需求增速至-0.80%，维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变

受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度二、三产业用电量增速下滑，六大电厂日耗煤显著低于过去三年的水平，二季度逆周期政策调节和制造业补库需求带动发电量同比快速增长，三季度迎峰度夏用电量需求低于预期，发电量增速低于上年同期水平。1~7月，全国火电发电量28956.80亿千瓦时，同比下降1.50%，增速同比下降4.50个百分点。1~7

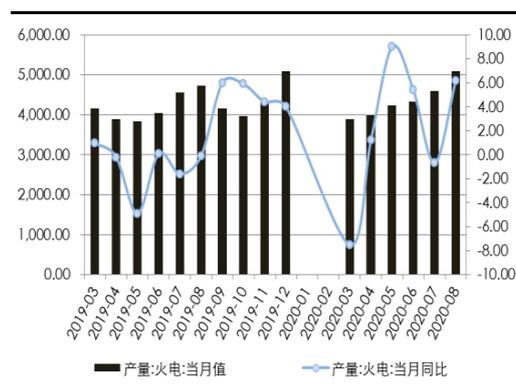
月，六大电厂日耗煤均值 56.00 万吨 / 天，同比下降 9.67%。截至 6 月末，六大电厂日耗煤 63.67 万吨 / 天，同比下降 2.07%，较 1 月末提高 65.33%。预计四季度，采暖季电力需求增长带动发电设备利用小时数提升，六大电厂日耗煤有望进一步恢复至 2019 年同期日耗煤区间 67.50 ~ 75.0 万吨 / 天的水平。预计四季度，随着工业用电和居民供暖用电量增长，火电发电利用小时数回升，四季度火电发电量同比增长 0.2%；全年火电发电量 51189.41 万亿千瓦，同比下降 0.90% 左右，增速降幅较上半年收窄 0.7 个百分点。

新冠肺炎疫情影响下，一季度房地产及基建延期复工，钢铁长材需求减少，汽车、机械及家电等产量亦呈下滑趋势。受下游需求趋弱、钢材供需短期错配影响，唐山与全国高炉开工率一季度明显下滑，生铁产量增速放缓。1 ~ 7 月，全国生铁产量 5.11 亿吨，同比增长 3.20%，增速同比下降 3.50 个百分点。截至 9 月 11 日，唐山钢厂和全国高炉开工率分别为 82.54% 和 70.17%，分别较 2 月末提高 22.40 个百分点和 7.30 个百分点。预计四季度，逆周期调节政策持续发力，基建投资保持增长，房地产投资增速维持高位，高炉开工率维持较高水平，生铁产量保持小幅增长。

钢企开工率不足，对于焦炭的需求减少，一季度焦化厂开工率大幅下降。受焦化厂开工率下降影响，1 ~ 7 月，全国焦炭产量 2.69 亿吨，同比下降 2.00%，增速同比下降 8.7 个百分点。截至 9 月 11 日，国内 100 家的独立焦化厂年产能规模 >200 万吨、100-200 万吨和 <100 万吨的开工率分别为 88.02%、75.69% 和 62.23%，较 2 月初分别提高 1.22 个百分点、1.23 个百分点和 1.14 个百分点，大中型焦化厂开工率更高，提升更显著。四季度，焦化新建产能逐步投产，但受焦化项目清单管理和“以煤定产”政策、以及环保限产影响，焦炭产量同比将有所下降，

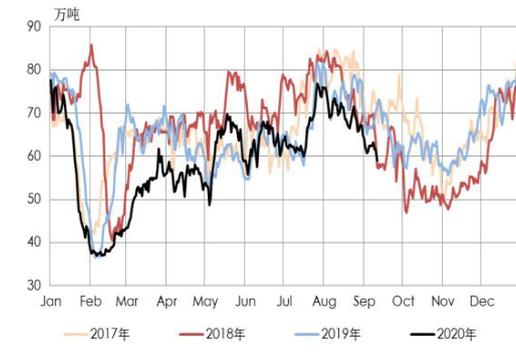
焦炭价格保持增长，焦炭企业盈利空间有望进一步扩大，预计全年焦炭价格中枢有所上升，焦炭企业利润空间同比有所增长。

图表 1 火电发电量及增速



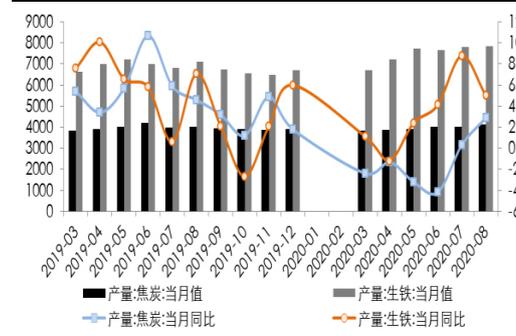
数据来源：Wind，东方金诚整理，六大发电集团 7 月 7 日至 9 月 11 日日均耗煤量为估计值。

图表 2 六大发电集团日均耗煤情况



数据来源：Wind，东方金诚整理，六大发电集团 7 月 7 日至 9 月 11 日日均耗煤量为估计值。

图表 3 生铁、焦炭产量及增速



数据来源：Wind，东方金诚整理

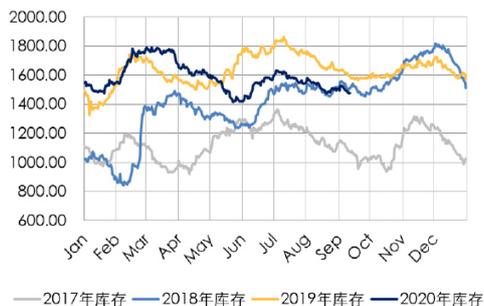
图表 4 全国高炉及唐山高炉开工率情况



数据来源: Wind, 东方金诚整理

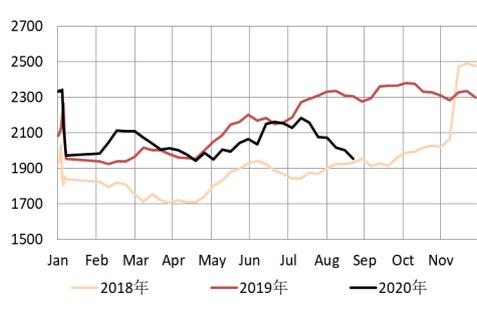
5月以来,下游复工复产逐步恢复,电厂负荷提升,钢企和焦化企业开工率提高,用煤需求增长,港口、电厂、钢企和焦化厂煤炭库存逐步消耗。7月,沿海六大发电集团煤炭库存合计1621.40万吨,同比下降11.65%,较3月库存最高值下降9.31%;可用天数26.04天,库存和可用天数自5月中旬以来低于2019年的同期水平。焦煤社会库存自7月以来快速下降,反映下游生铁和焦炭生产需求有所恢复。

图表5 六大电厂动力煤库存(单位:万吨)



数据来源: Wind, 东方金诚整理, 六大发电集团7月7日至9月11日动力煤库存为估计值。

图表6 焦煤社会库存情况(单位:万吨)



数据来源: Wind, 东方金诚整理, 六大发电集团7月7日至9月11日动力煤库存为估计值。

整体来看,预计四季度全社会用电量继续

回升,经济复苏加之供暖季来临,电厂日耗煤增加,钢铁、焦化、建材和化工企业开工率维持高位,制造业低库存及逆周期调节政策发力,煤炭需求有望继续反弹,动力煤和炼焦煤库存压力减轻,煤炭需求将持续回升。预计全年煤炭消费量同比下降0.86%,其中动力煤消费量33.40亿吨,同比下降0.80%;维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变。

2020年行业新建及核增产能陆续投产,东方金诚维持煤炭产量保持小幅增长,全年煤炭供给同比增加的预测

2020年1~7月,受新冠肺炎疫情防控、中小煤企复工复产推迟,国有大矿复产产能利用率较低等因素影响,全国原煤产量21.23亿吨,同比下降0.10%,增速较去年同比下降4.40个百分点。上半年,内蒙、陕西、甘肃等西部省区核准或核增产能1510万吨/年。从煤炭主产区产量来看,1~7月,内蒙古原煤产量5.53亿吨,同比下降9.70%,主要是受一季度新冠肺炎疫情下煤企推迟复工复产、内蒙古倒查煤炭贪腐、鄂尔多斯煤管票严格等因素影响所致;山西原煤产量5.78亿吨,同比增长2.50%;陕西原煤产量3.68亿吨,主要是受产量基数较低影响,同比增长13.10%。受益于准东、红山西等8座煤矿核准或核增产能,优质产能释放和区域内在疫情防控基础上有效推动煤企复产,新疆原煤产量1.47亿吨,同比增长18.55%。随着国内新建和试运转的年工效在2000万吨/人以上的先进产能将逐步投产释放,煤炭在产产能将提高至39亿吨,产能利用率提升至80%以上,预计四季度全国煤炭产量同比增长2.4%,全年煤炭产量38.13亿吨,同比增长1.8%,增速同比下降2.5个百分点。

受新冠肺炎疫情影响,国内煤炭产量同比下降,为保障煤炭供应,进口煤政策边际放松,上半年全国煤炭进口量17399.10万吨,同比增长12.70%,增速提高6.90个百分点。预计下半

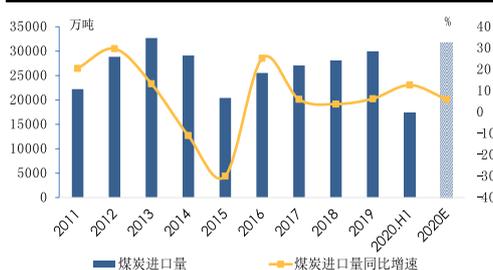
年，随着国内煤炭产量增长，叠加煤价下跌，国家将收紧进口煤政策，实施进口煤平控政策，预计全年煤炭进口量 31765.02 万吨，同比增长 6.00%，增速与去年持平。

图表 7 我国煤炭产量情况



数据来源: Wind, 东方金诚整理

图表 8 我国煤炭进口量情况



数据来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年以来，煤炭价格呈“N”字形走势，煤价中枢同比下移，东方金诚维持全年煤价中枢位于绿色区间基准价 535 元 / 吨以上的预测，维持焦煤价格、无烟煤价格将有所回落的判断不变，并预计四季度动力煤价格仍将强于焦煤和无烟煤

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，前三季度煤炭供需失衡，价格呈“N”字形走势。受新冠肺炎疫情影响，一季度煤企复工延后，各地交通受阻，运力提升缓慢，区域供需错配突出，电煤需求刚性带动煤炭价格短期上涨。3 月~4 月，随着国内疫情防控见效，全国煤矿复产率提高至 80% 以上，煤矿生产恢复快于市场耗煤需求，煤炭价格持续下跌。4 月末，秦皇岛港山西产 5500 大卡动力末煤平仓价 464

元 / 吨，较 1 月初下降 15.79%，跌破国家发改委动力煤调控绿色区间下限 500 元 / 吨；京唐港山西产主焦煤库提价 1500 元 / 吨，较 1 月初下降 5.66%；晋城中块无烟煤车板价 950 元 / 吨，较 1 月初下跌 12.84%。5 月以来，下游企业开工率提升及水电发电量减少导致电煤需求同比大增，大秦铁路检修及山西地区矿井停产检修导致煤炭供给收缩，煤价快速回升并持续上涨。截至 9 月 11 日，秦皇岛 5500 大卡动力末煤平仓价 565 元 / 吨，较 1 月初同比增长 2.54%；焦煤价格和无烟煤价格分别为 1410 元 / 吨和 820 元 / 吨，较 1 月初分别下降 11.32% 和 24.77%。总体来看，2020 年前三季度，煤炭价格中枢同比均下降，其中动力煤价格中枢 535.55 元 / 吨，同比下降 13.40%，炼焦煤价格中枢 1524.92 元 / 吨，同比下降 16.23%，无烟煤价格中枢 995.74 元 / 吨，同比下降 15.78%，焦煤和无烟煤价格中枢降幅更大，但仍位于较高水平。

预计四季度，下游钢铁、建材和化工企业开工率提高，电厂日耗煤回升，供需边际持续改善，总量保持平衡，动力煤价格中枢环比前三季度将有所回升。焦煤价格因产品稀缺，下游钢铁企业开工率回升支撑焦煤价格中枢保持在 1300 元 / 吨以上；无烟煤受下游尿素、合成氨企业开工率低，需求不足影响，价格中枢将继续下探至 750 元 / 吨左右；预计全年动力煤价格中枢位于绿色区间基准价 535 元 / 吨以上；焦煤价格、无烟煤价格将有所回落，动力煤价格强于焦煤和无烟煤，焦煤和无烟煤同比降幅较前三季度将有所收窄。

图表 9 动力煤港口现货价和长协价格区间

指标	价格区间	波动幅度	2018年	2019年	2020年E
秦皇岛港 5500 大卡 (元/吨)	5500 大卡 (元/吨)		570~630 (593.05)	551~642 (593.61)	470~550 (545)
年度长协	5500 大卡 (元/吨)		553~566 (559.18)	551~562 (556.52)	550~560 (553.00)
红色区间	[600,)	>+12%×535	月度长协现货		
蓝色区间	[570, 600)	+6%×535~+12%×535		月度长协现货	
绿色区间	[500, 570)	±6%×535	年度长协>535	年度长协>535	年度长协>535, 月度长协现货
蓝色区间	[470, 500)	-6%×535~-12%×535			
红色区间	(0, 470]	>-12%×535			

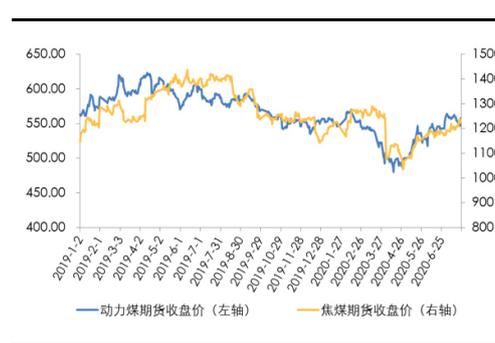
资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 10 近年主要煤种现货价格走势



数据来源: Wind, 东方金诚整理

图表 11 近年主要煤种期货价格走势

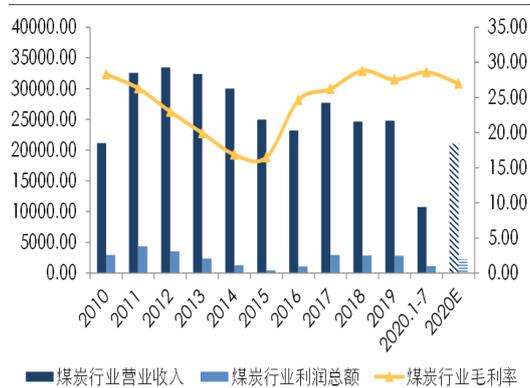


数据来源: Wind, 东方金诚整理

随着煤价下移、吨煤成本上升，东方金诚将 2020 年煤炭行业利润由“稳中有降”下调为“小幅下降”

受新冠肺炎疫情影响，煤企一季度复工复产推迟，开工率维持低位，但 2 月份以来，国家加大对能源供应的保供力度，大型国有煤炭企业加快复工复产，煤炭产量供给恢复快于需求恢复。煤炭短期供过于求带动煤价中枢回落，叠加国际原油价格大幅下跌，煤化工产品价格下降，导致煤企上半年盈利下滑。2020 年 1~6 月，全国规模以上的煤炭企业实现营业收入 9158.00 亿元，同比下降 11.80%；利润总额 984.70 亿元，同比下降 31.20%。行业前十大上市公司营业总收入同比下降 0.87%，利润总额同比下降 17.10%。随着煤炭价格企稳回升，四季度煤炭行业整体收入有望实现回升，行业整体利润降幅将有所收窄；预计全年，规模以上煤炭企业营业收入同比下降 4.60%；利润总额同比下降 15.20%。

图表 12 煤炭行业规模以上企业及前十大上市公司盈利情况 (单位: 亿元、%)



企业简称	股票代码	2019年		2020年1~6月				
		可采储量	产能	产量	营业总收入	利润总额	净利润	毛利率
兖州煤业	600188.SH	30.25	15471	106390	1,096.13	77.51	63.81	9.80
中国神华	601088.SH	146.8	30800	28270.00	1,050.16	312.95	248.13	42.33
中煤能源	601898.SH	137.95	12000	10184	613.93	54.47	38.39	28.04
陕西煤业	601225.SH	96.61	9905	11494.00	387.33	82.50	69.56	33.71
淮北矿业	600985.SH	16.6	3255	2650	330.68	19.52	16.53	13.84
山煤国际	600546.SH	9.56	3000	3841.14	180.03	9.99	6.17	19.46
阳泉煤业	600348.SH	15.62	3830	4104	153.11	9.81	7.53	15.54
西山煤电	000983.SZ	23.56	2960	2889.00	141.51	15.86	11.84	30.67
潞安环能	601699.SH	20.34	4965	4029	117.82	14.50	11.11	34.35
平煤股份	601666.SH	9.47	3047	2832.40	114.74	11.44	8.37	24.58
合计	-	506.76	89233.00	176683.32	4185.45	608.56	481.45	25.23

资料来源: Wind, 东方金诚整理

随着煤炭行业重组整合进度的加快，行业集中度将进一步提升

近年来随着煤炭企业兼并重组、国家加大淘汰落后产能力度，我国煤炭行业集中度持续提升。煤炭企业从 2009 年底最多时的 9000 余家持续减少至 2020 年 7 月末的 4206 家。2020 年以来，煤炭行业盈利下降，煤炭企业加快整合重组。4 月 22 日山煤国际公告，山西焦煤集团吸收合并山西煤炭进出口集团。7 月 12 日兖州煤业公告，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）拟与山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”）合并，若重组顺利完成，兖矿集团和山东能源集团煤炭产量合计将达到 2.91 亿吨，位居全国第三位。10 月 9 日，大同煤业公告称，山西省拟联合重组大同煤矿集团有限责任公司（简称“同煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（简称“晋煤

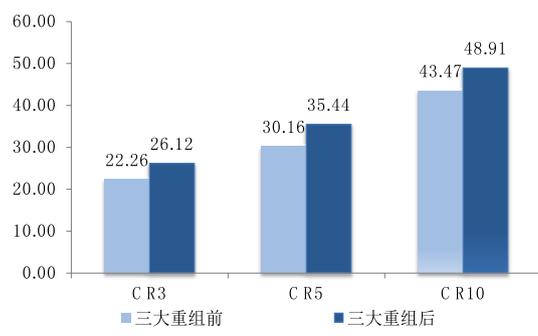
集团”)、晋能集团有限公司(简称“晋能集团”)省属三户煤炭企业,同步整合山西潞安矿业(集团)有限责任公司(简称“潞安集团”)、华阳新材料科技集团有限公司(简称“华阳新材料科技集团”)相关资产和改革后的中国(太原)煤炭交易中心,组建晋能控股集团有限公司(简称“晋能控股集团”)整合重组,整合完成后,同煤集团、晋煤集团和晋能集团的原煤产量将达到3.01亿吨,将超过中煤能源集团成为仅次于国家能源集团的全国第二大煤企。随着以上重组的推进,国内煤炭行业CR3将由22.26%提升到28.67%,CR5将由30.16%提升到37.99%,CR10将由43.47%提高至51.80%,行业集中度的提升有利于控制煤炭供给秩序,改善煤炭供需格局,稳定煤炭市场价格,延缓景气度下行。

图表13 重组前后全国前十大煤企产量(单位:万吨)

重组前				重组后		
序号	企业名称	原煤产量	市场占有率	企业名称	原煤产量	市场占有率
1	国家能源集团	51000	13.26	国家能源集团	51000	13.26
2	中煤能源集团	18021	4.69	同煤·晋煤·晋能	30119	7.83
3	兖矿集团	16602	4.32	兖矿+山东能源	29139	7.58
4	陕西煤业集团	17823	4.63	中煤能源集团	18021	4.69
5	山东能源集团	12537	3.26	陕西煤业集团	17823	4.63
6	大同煤矿集团	16450	4.28	大同煤矿集团	16450	4.28
7	山西焦煤集团	10481	2.73	山西焦煤+山煤集团	14393	3.74
8	潞安集团	8750	2.28	潞安集团	8750	2.28
9	河南能化集团	8066	2.10	河南能化集团	8066	2.10
10	晋能集团	7447	1.94	冀中能源集团	5461	1.42
合计		167177	43.47		199223	51.80

资料来源:Wind,东方金诚整理

图表14 三大重组后我国煤炭行业集中度明显提升



资料来源:Wind,东方金诚整理

二、煤炭企业信用表现

截至2020年8月末,全国规模以上煤炭企

业共有4206家,存量债券发债主体101家(含上市的发债主体),上市公司30家。在剔除异常值、数据缺失企业和母子公司重复统计样本后,本报告选取51家煤炭企业(其中发债企业43家,未发债的上市公司8家)作为本次研究样本,较2019年样本数量减少1家。与2019年发布的报告相比,因公开市场无存续债券,此次修订报告删除了山东新查庄矿业有限责任公司、抚顺矿业集团有限责任公司和彬县煤炭有限责任公司3家企业,增加了首次发债主体陕西榆林能源集团有限公司和阳城县阳泰集团实业有限公司2家企业。

样本企业性质以国有企业为主,其中中央国有企业7家,地方国有企业40家,民营企业4家。信用等级以AAA和AA+的中高等级企业为主。样本企业以动力煤和炼焦煤企业为主。其中,动力煤企业22家,炼焦煤企业22家,无烟煤企业7家。

图表15 样本企业级别与煤种分布情况

煤种/企业性质	AAA	AA+	AA	AA-	A+及以下	上市未发债	总计
动力煤	9	4	4	1	-	4	22
中央国有企业	4	-	1	-	-	2	7
地方国有企业	4	4	3	1	-	2	14
民营企业	1	-	-	-	-	-	1
炼焦煤	5	3	6	4	1	3	22
地方国有企业	5	3	6	3	-	3	20
民营企业	-	-	-	1	1	-	2
无烟煤	3	1	3	-	-	-	7
地方国有企业	3	1	2	-	-	-	6
民营企业	-	-	1	-	-	-	1
总计	17	8	13	5	1	7	51

资料来源:Wind,东方金诚整理

图表16 重点样本企业情况(单位:亿吨、元/吨)

企业名称	企业性质	省份	子行业	信用等级	产量占比(%)	可采储量	吨煤成本
中国神华	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	8.13	146.55	110.00
陕西煤业	地方国有企业	陕西	动力煤	AAA	2.94	97.05	206.13
兖州煤业	地方国有企业	山东	动力煤	AAA	2.86	24.33	277.76
中煤能源	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	2.70	138.50	213.86
晋城无烟煤	地方国有企业	山西	无烟煤	AAA	1.62	51.71	401.96
伊泰股份	民营企业	内蒙古	动力煤	AAA	1.29	15.70	80.00
永城煤电	地方国有企业	河南	无烟煤	AAA	1.25	17.23	283.69
潞安环能	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.18	18.60	262.96
阳泉煤业	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.11	13.68	276.00
大同煤业	地方国有企业	山西	动力煤	AAA	0.89	29.18	140.00
平煤股份	地方国有企业	河南	炼焦煤	AAA	0.81	9.33	418.06
冀中能源	地方国有企业	河北	炼焦煤	AA+	0.79	6.59	399.18
西山煤电	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	0.79	21.05	221.00
水城矿业	地方国有企业	贵州	炼焦煤	AA	0.19	10.94	255.25
安源煤业	地方国有企业	江西	炼焦煤	AA-	0.05	0.98	513.37

资料来源:Wind,东方金诚整理

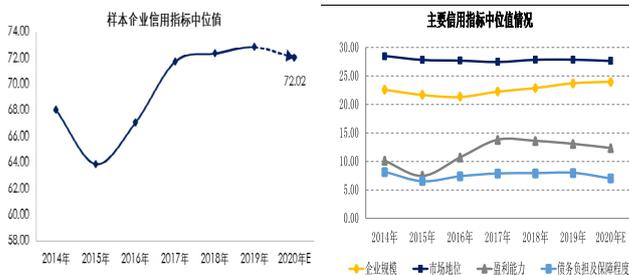
本报告从企业规模、市场地位、盈利能力、债务负担和保障程度四个维度,选取二级指标

对样本企业进行信用排序,并将样本企业划分为 I ~ VII 类七个样本组。

受新冠疫情影响、经济增速放缓大背景下,2020 年煤炭企业信用质量有所下降,信用指标中位值较上年预测值有所降低,但整体仍位于较高水平

2020 年前三季度,煤炭样本企业的企业规模、市场地位指标评分较为稳定;受益于资产规模增加,煤炭样本企业的企业规模评分略有上升;但受煤炭价格中枢下降、煤企毛利率普遍下滑和中小煤企受新冠肺炎疫情影响,煤炭产量一季度减少,样本企业盈利能力评分呈现下行态势。预计 2020 年四季度,煤炭企业信用风险总体将保持稳定,但受煤炭价格中枢同比下降影响,信用质量存在一定的弱化压力。预计 2020 年全年,样本企业信用指标中位值 72.02 分,较 2019 年下降 0.78 分,其中,大型国有煤炭企业随着先进产能陆续投放,原煤产量增加,煤炭售价同比下降,盈利能力承压,信用质量存在弱化压力;中小民营煤企受煤炭市场价格中枢下移,吨煤成本上升,毛利率下滑;叠加新冠肺炎疫情导致一季度复工复产推迟,煤炭产量减少,信用质量有所弱化。

图表 17 近年样本煤炭企业信用风险变化趋势



资料来源: Wind, 东方金诚整理

在本次排序分组中,国有大型煤企表现相对稳定,仅在组内排序略有调整;受煤炭价格下跌,疫情下煤炭产量减少影响,民营煤企及中小煤企在样本分组明显下沉

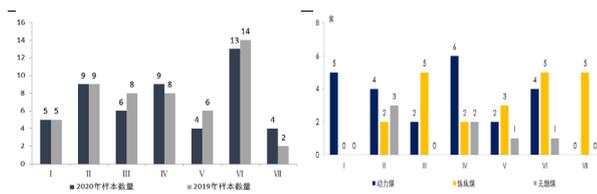
国有大型煤企盈利降幅相对较小,利息支出较小,偿债能力较强,大型企业集中的低风险分组中,信用质量下沉较少,样本分组位置相对稳定。受煤炭价格下跌,疫情下煤炭产量减少影响,中小煤企盈利能力降幅较大,且债务负担较重,信用质量明显下沉,高风险类型样本数量明显增加。各组样本数量较 2019 年变化表现为, I 和 II 低风险组内样本无调整, III 组减少 1 家动力煤企业,将 1 家炼焦煤企业调整至 IV 组, IV 组增加 1 家动力煤企业,并将 1 家动力煤样本企业调整至 V 组, V 组减少 1 家动力煤企业,将 1 家炼焦煤企业调整至 VI 组, VI 组增加 1 家无烟煤企业,并将 3 家炼焦煤样本企业从 VI 组调整至 VII 组。

图表 18 样本煤炭企业分组迁移矩阵

2020	I	II	III	IV	V	VI	VII
I							
II							
III			-1				
IV			1	+1			
V				1	-1		
VI					1	+1	
VII						3	

资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 19 2020 年样本煤炭企业和子行业分组情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

受煤炭价格中枢下降影响,2020 年煤炭企业营业收入同比下降,大型动力煤与炼焦煤企业收入降幅低于无烟煤企业

动力煤企业陕西煤业、兖州煤业、中煤能源收入同比增长;中国神华、伊泰股份和西山煤电收入同比下降。其中,2020 年 1 ~ 6 月,陕西煤业陕北矿区商品煤产量和外购煤炭销量增长,营业收入 387.33 亿元,同比增长 18.87%;兖州煤业营业收入 1096.13 亿元,同比增长 3.43%,主要是得益于下属昊盛煤业商品

煤产量大幅增加所致；中国神华、伊泰股份收入分别同比下降 9.75% 和 23.31%，主要是受煤炭销量与销售均价下降，及电力或化工等业务收入下降影响。

炼焦煤企业中，潞安环能上半年营业收入 117.82 亿元，同比下降 8.13%，主要是商品煤综合售价降低所致；西山煤电受原煤和洗精煤产量减少，原煤、洗精煤和洗混煤销售均价下降影响，2020 年上半年营业收入 141.51 亿元，同比下降 16.43%；邯郸矿业和襄矿集团上半年收入分别为 64.91 亿元和 23.29 亿元，同比分别下降 12.61% 和 31.25%，主要是受新冠肺炎影响，下游钢企和电厂客户耗煤需求减少及物流运输不畅导致煤炭销量减少影响所致；平煤股份营业收入 114.74 亿元，同比下降 6.19%，主要是因为焦煤销量及售价下降所致。无烟煤企业，晋城无烟煤、阳泉煤业、永城煤电和昊华能源收入均同比下降，主要是受无烟煤综合售价下降所致。

预计 2020 年，动力煤和炼焦煤主产区蒙晋陕疆等地区先进产能加快释放，煤炭产量较快增长，煤价中枢虽有所下降但受行业自律减产、煤管票和长协价格支撑，大型煤企煤价将维持较高水平，大型煤炭企业矿区分布范围较广，受益于主产区煤矿产量增加和价格维持较高水平，营业收入将保持增长。预计 2020 年煤炭样本企业营业收入均值 327.72 亿元，同比下降 6.42%；其中，动力煤企业营业收入均值 398.81 亿元，同比下降 7.16%；炼焦煤企业收入均值 216.17 亿元，同比下降 2.56%；无烟煤企业营业收入 454.84 亿元，同比下降 9.76%。动力煤和炼焦煤企业联合试运转产能逐步投产、产能利用率提高，产量增长幅度更大，收入降幅低于无烟煤企业。东北和西南区域去产能继续推进，区域内产能规模较小、煤质较差、煤层赋存条件复杂的中小煤企随着产量减少、煤价中

枢下移，收入将有所下降。

图表 20 近年样本企业营业总收入中位数及重点样本企业营业总收入情况

2020 年 分组类 型	较上次 分组变 化	公司简称	2019 年营 业总收入	2019 年净利 润	2019 年末 资产负债 率	2020 年 E 营业总收入	2020 年 E 净利润	2020 年末资 产负债率
I	-	中国神华	2418.71	515.40	25.58	2100.32	496.26	27.96
I	-	中煤能源	1292.94	85.93	56.93	1227.86	76.79	57.26
I	-	陕西煤业	734.03	166.32	39.87	774.67	139.12	39.73
I	-	兖州煤业	2006.47	111.10	59.81	2192.27	127.63	61.90
II	-	潞安环能	267.91	22.97	68.38	235.65	22.22	66.75
II	-	西山煤电	329.55	20.21	64.48	283.02	23.68	63.37
II	-	大同煤业	113.58	13.67	58.98	103.33	13.62	54.98
II	-	阳泉煤业	326.58	17.91	50.75	306.21	15.06	52.43
II	-	晋城无烟煤	1753.75	15.04	75.80	1612.33	7.76	75.65
II	-	平煤股份	236.35	13.29	69.96	229.48	16.75	66.93
II	-	永城煤电	470.19	9.95	76.71	492.30	0.72	78.69
III	-	冀中能源	217.40	12.03	49.56	208.25	14.18	47.33
III	-	伊泰股份	409.29	48.07	52.52	307.93	20.72	50.94
IV	-	昊华能源	55.33	4.08	57.05	40.95	2.90	54.34
V	-	潞安新疆	43.47	0.06	67.14	39.17	0.53	66.38
VI	-	水城矿业	71.54	2.18	71.99	75.00	0.30	70.00
VI	-	邯郸矿业	140.04	0.09	77.66	129.82	-4.32	79.17
VII	-	襄矿集团	77.49	1.64	76.83	46.57	0.26	75.36
VII	-	泰丰控股	9.16	0.88	50.90	6.87	0.66	50.90
VII	-	安源煤业	55.54	0.12	88.75	54.71	-4.61	91.09

资料来源：Wind，东方金诚整理

受煤炭售价下降、煤炭生产成本上升影响，多数煤企 2020 年毛利率同比下降，平煤股份等煤企加强成本管控，毛利率小幅提高

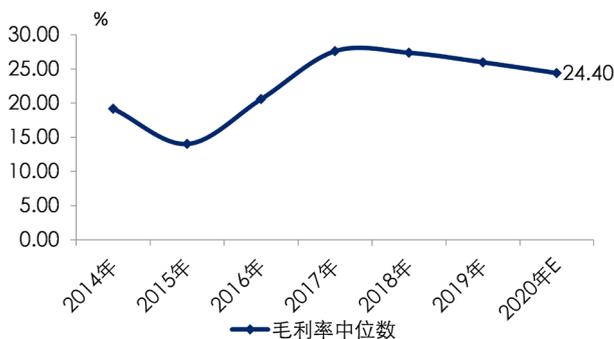
行业内动力煤龙头企业大同煤业、中国神华和陕西煤业毛利率较高，均高于 30%，主要是因为煤炭资源赋存条件较好、吨煤成本较低；2020 年 1~6 月，动力煤企业中，陕西煤业毛利率 33.71%，同比下降 10.23 个百分点，主要是受煤炭和煤化工产品销售价格同比下降、安全环保投入和煤矿管理费用增加，吨煤成本上升影响所致。兖州煤业上半年受精煤和原煤售价下降，海外煤矿销售成本增加影响，毛利率同比下降 4.08 个百分点；中煤能源毛利率同比下降 3.66 个百分点，主要是受煤炭、煤化工产品价格市场价格下行影响。

炼焦煤企业潞安环能和西山煤电毛利率较高，位于 30% 以上。潞安环能毛利率同比下降 6.24 个百分点，主要是煤炭和煤化工产品销售价格下降、生产成本上升所致。西山煤电除肥精煤以外的原煤、焦精、瘦精、气精和洗混煤售价

均下降，毛利率同比下降 2.21 个百分点。邯鄲矿业、襄矿集团和安源煤业毛利率同比分别下降 2.21 个百分点、0.88 个百分点和 3.97 个百分点，主要是受新冠肺炎影响，复工复产后，员工返岗率和出勤率低，煤炭产量减少但固定成本变化较小使得平均成本增加，以及煤炭销售均价下降所致；尽管平煤股份和冀中能源煤炭综合售价下降，但得益于营业成本下降，毛利率同比分别提高 5.24 和 1.86 个百分点。无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电、晋城无烟煤和昊华能源毛利率同比分别下降 4.82 个百分点、4.28 个百分点、2.81 个百分点和 4.91 个百分点。

预计 2020 年，受产能增长、产量增加和下游需求增速放缓影响，供给增速大于需求增速，供需进一步宽松，动力煤和炼焦煤价格中枢均将有所下降，同时，安全事件频发，安全监管趋严，煤企安全环保投入和人力成本增加导致吨煤成本上升，煤企毛利率整体将有所下降。预计 2020 年煤炭样本企业毛利率均值 24.40%，同比下降 1.58 个百分点；其中，动力煤企业毛利率均值 26.45%，同比下降 2.12 个百分点；炼焦煤企业毛利率均值 21.71%，同比下降 0.93 个百分点；无烟煤企业毛利率均值 26.12%，同比下降 1.88 个百分点。大型煤炭企业随着新矿投产、老矿剥离，新旧产能转换，位于蒙晋陕疆主产区的吨煤开采成本趋于下降，毛利率维持较高水平；安徽、河南、河北煤矿地质构造复杂，区域内煤企受煤价中枢下降和吨煤完全成本上升影响较大，毛利率将有所下降。

图表 21 近年样本企业毛利率中位数及重点样本企业毛利率情况



企业简称	地区	煤种	分组类型	2020年						
				同比变化	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	14~20趋势
大同煤业	山西	动力煤	II	-5.78	62.09	55.29	51.57	53.75	48.99	
中国神华	北京	动力煤	I	-1.96	42.32	40.71	41.12	42.17	39.51	
潞安环能	山西	炼焦煤	II	-11.32	34.35	38.74	40.15	40.80	37.04	
陕西煤业	陕西	动力煤	I	-17.64	33.71	40.93	48.69	55.40	43.39	
西山煤电	山西	炼焦煤	II	-3.80	30.67	31.88	31.78	33.45	31.45	
中煤能源	北京	动力煤	I	-1.36	28.04	27.93	28.64	32.41	33.50	
伊泰股份	内蒙古	动力煤	III	-15.84	25.44	30.23	30.39	33.29	28.55	
平煤股份	河南	炼焦煤	II	-1.69	24.58	20.71	19.81	21.45	19.52	
冀中能源	河北	炼焦煤	III	-0.71	23.36	23.19	26.84	24.63	22.41	
永城煤电	河南	无烟煤	II	-17.52	18.91	22.93	22.10	21.82	14.63	
山煤运销	山西	无烟煤	IV	-1.52	16.19	16.95	16.78	13.83	11.51	
水城矿业	贵州	炼焦煤	VI	-1.02	11.33	9.93	15.60	8.47	5.44	
阳泉煤业	山西	无烟煤	II	-11.01	15.54	18.07	18.76	21.09	23.90	
晋城无烟	山西	无烟煤	II	-11.00	12.24	14.07	16.79	13.31	9.56	
兖州煤业	山东	动力煤	I	-2.57	9.80	13.91	19.49	16.62	12.78	
安源煤业	江西	炼焦煤	VII	-30.25	6.46	9.26	13.31	9.47	10.64	
平均值				-6.64	25.24	27.03	28.57	28.83	25.48	

资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，大型煤企受煤炭价格下跌影响，利润下降，但得益于产量恢复较快，煤价受长协价格支撑，利润降幅相对较小，中小型煤企煤炭售价下降，加之产量减少，利润降幅较大

大型动力煤企业大同煤业 2020 年上半年煤炭产量减少，售价下降，但公司加强费用管理，净利润同比仅小幅下降 5.00%；大型民营煤企伊泰股份受新冠肺炎疫情影响，上半年煤炭销量减少、售价下跌、吨煤成本和运输费用增长，净利润同比大幅下降 55.37%。大型炼焦煤企业平煤股份和冀中能源，加强成本与费用管控、减少支出规模和票据贴现，净利润分别同比增长 21.98% 和 14.11%；焦煤企业襄矿集团净利润 0.13 亿元，同比下降 94.16%；大型喷吹煤企业潞安环能净利润同比下降 26.42%。无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电、晋城无烟煤和昊华能源受煤价和煤化工产品价格下跌影响较大，净利润分别同比下降 31.43%、72.80%、62.76% 和 73.71%。

上半年，受受到新冠肺炎疫情和国际原油价格下跌等不利因素影响，煤炭和主要煤化工产品价格持续低迷、价格下降，动力煤企业辽宁能源、平庄能源、郑州煤电、国能宁煤净利润分别为 -1.94 亿元、-1.58 亿元、-2.94 亿元和 -11.07 亿元；炼焦煤企业安源煤业、邯鄲矿业净利润分别为 -0.80 亿元、和 -2.16 亿元；无烟煤企业山煤运销净利润为 -1.31 亿元。

预计 2020 年，大型煤炭企业新建矿井投产、试运转产能利用率提升，产量增加，但煤炭和煤化工产品销售均价下降，净利润降幅较小；

中小煤炭企业受产能核减、煤质下降，环保限产、安全检查，以及精煤洗出量减少影响，净利润降幅较大，部分煤企利润将出现亏损。预计2020年，煤炭样本企业实现净利润1197.27亿元，同比下降11.42%；其中，动力煤企业实现净利润1014.09亿元，同比下降8.69%；炼焦煤企业实现净利润157.93亿元，同比下降12.92%；无烟煤企业实现净利润25.24亿元，同比下降57.69%。

图表 22 近年样本企业净利润中位数及重点样本企业净利润情况



企业名称	地区	煤种	分组类别	2020年						
				同比变化	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	14-20均值
中国神华	北京	动力煤	I	-4.71	486.26	515.40	540.81	540.50	295.36	
陕西煤业	陕西	动力煤	I	-8.08	139.12	166.32	159.29	157.26	43.30	
兖州煤业	山东	动力煤	I	1.08	127.63	111.10	106.56	78.62	22.93	
中煤能源	北京	动力煤	I	-1.64	76.79	85.93	82.28	41.46	29.32	
西山煤电	山西	炼焦煤	II	1.20	23.68	20.21	21.49	18.38	4.51	
潞安环能	山西	炼焦煤	II	-4.27	22.22	22.97	19.41	24.66	7.10	
伊泰股份	内蒙古	动力煤	III	5.91	20.72	48.07	51.72	57.14	21.25	
平煤股份	河南	炼焦煤	II	2.01	16.75	13.29	8.83	15.40	7.08	
阳泉煤业	山西	无烟煤	II	-1.87	15.06	17.91	20.91	16.93	4.54	
冀中能源	河北	炼焦煤	III	1.28	14.18	12.03	10.49	10.90	1.60	
大同煤业	山西	动力煤	II	-0.38	13.62	13.67	11.77	13.81	4.58	
山煤控股	山西	无烟煤	IV	1.76	8.26	5.60	5.60	6.26	1.12	
晋城无烟	山西	无烟煤	II	-3.40	7.76	15.04	15.73	7.60	-2.41	
永城煤电	河南	无烟煤	II	-92.79	0.72	9.95	3.37	11.66	-21.96	
水城矿业	贵州	炼焦煤	VI	-88.23	0.30	2.18	0.10	0.31	-0.44	
安源煤业	江西	炼焦煤	VII	-1470.27	-1.61	0.12	0.61	-7.18	-21.43	
平均值				-7.47	54.57	58.98	57.87	55.81	22.18	

资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2020年，煤企整体资产负债率总体较为稳定，持续推进债转股及债务重组事项的煤企，债务负担将有所减少，但在建项目较多、煤炭与化工等资本支出较大的煤企，资产负债率将进一步上升

2020年6月末，无烟煤企业永城煤电和晋城无烟煤资产负债率高于75%，大型动力煤企业中国神华和陕西煤业资产负债率较低；焦煤企业资产负债率普遍高于60%。随着企业加大对短贷的

净偿付，发行永续债及可转债，推进债转股及债务重组事项，大型动力煤企业陕西煤业、大同煤业、伊泰股份和大型炼焦煤企业平煤股份、西山煤电和潞安环能等资产负债率较2019年末均有所下降。大型动力煤企业中国神华、兖州煤业和无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电的资产负债率较2019年末有所增长，主要是增加煤炭与化工项目资本支出导致债务规模增加所致。预计2020年，焦煤企业平煤股份和动力煤企业陕西煤业、大同煤业有望持续推进债转股及债务重组事项，剥离债务负担较高的资产，债务负担将有所减少，资产负债率将趋于下降；兖州煤业、永城煤电、邯郸矿业和安源煤业等在建项目较多，资本支出压力较大的煤企预计资产负债率还将进一步上升。预计2020年末，煤炭样本企业资产负债率中位数60.59%，同比增长0.03个百分点；其中，动力煤企业资产负债率中位数54.94%，同比下降0.03个百分点；炼焦煤企业资产负债率中位数65.18%，同比增长0.07个百分点；无烟煤企业资产负债率中位数64.78%，同比上升0.09个百分点。

图表 23 近年样本企业资产负债率中位数及重点样本企业资产负债率情况



企业名称	地区	煤种	分组类别	2020年						
				同比增长	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	14-20均值
中国神华	北京	动力煤	I	-5.33	27.96	25.38	31.13	33.94	33.54	
陕西煤业	陕西	动力煤	I	-0.36	39.73	39.87	44.92	44.43	32.43	
山煤控股	山西	无烟煤	IV	10.88	52.21	47.07	48.45	55.42	38.03	
冀中能源	河北	炼焦煤	III	-4.52	47.33	49.56	52.85	54.52	33.83	
阳泉煤业	山西	无烟煤	II	-5.30	32.43	30.75	52.49	62.77	66.43	
伊泰股份	内蒙古	动力煤	III	-3.02	30.94	52.52	55.00	55.66	59.73	
中煤能源	北京	动力煤	I	-1.16	37.38	56.93	58.18	57.37	57.84	
大同煤业	山西	动力煤	II	-6.77	33.98	58.98	61.01	57.60	61.71	
兖州煤业	山东	动力煤	I	5.49	61.90	59.81	58.29	60.55	64.94	
西山煤电	山西	炼焦煤	II	-1.72	63.37	64.48	64.01	63.37	64.03	
潞安环能	山西	炼焦煤	II	-2.38	66.75	68.38	65.57	69.11	68.91	
平煤股份	河南	炼焦煤	II	-4.34	66.93	69.96	69.96	68.16	69.69	
水城矿业	贵州	炼焦煤	VI	-2.76	70.00	71.99	81.15	79.42	79.13	
晋城无烟	山西	无烟煤	II	-0.20	75.65	75.80	76.71	83.59	84.95	
永城煤电	河南	无烟煤	II	-2.38	78.69	76.71	77.36	80.01	79.41	
安源煤业	江西	炼焦煤	VII	2.83	91.02	88.75	88.68	90.20	81.02	
平均值				0.55	61.01	60.68	62.17	64.12	65.20	

资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，动力煤企业伊泰股份等 EBITDA 利息倍数有所下降，中国神华、大同煤业、兖州煤业和炼焦煤企业西山煤电等的 EBITDA 利息倍数较高

大型动力煤企业中国神华、兖州煤业、大同煤业，炼焦煤企业西山煤电，无烟煤企业阳泉煤业利息支出金额较小，折旧摊销增幅较大，EBITDA 利息倍数较高，偿债能力较强。大型动力煤企业中煤能源、伊泰股份，炼焦煤企业安源煤业，无烟煤企业永城煤电因为煤炭售价下降、吨煤成本上升，盈利能力有所下降，利息支出维持较高水平，EBITDA 利息倍数有所下降。

预计 2020 年，大型煤炭企业债务负担和利息支出减少，偿债能力维持较强水平；中小煤企随着煤价中枢下移，盈利能力趋弱，偿债能力将有所下降。预计 2020 年，煤炭样本企业 EBITDA/ 利息支出中位数 4.61 倍，同比下降 1.77 倍；其中，动力煤企业 EBITDA/ 利息支出中位数 5.05 倍，同比下降 2.53 倍；炼焦煤企业 EBITDA/ 利息支出中位数 4.58 倍，同比下降 1.26 倍；无烟煤企业 EBITDA/ 利息支出中位数 2.94 倍，同比下降 1.61 倍。

图表 24 近年样本企业 EBITDA 利息倍数中位数及重



企业名称	地区	煤种	分组类型	2020年					14~20趋势
				同比增长	2020年E	2019年	2018年	2017年	
中国神华	北京	动力煤	I	31.75	16.13	23.63	17.44	17.63	12.02
阳泉煤业	山西	无烟煤	II	36.10	7.18	11.24	9.35	6.60	4.45
兖州煤业	山东	动力煤	I	19.41	6.92	8.58	6.92	5.00	3.83
西山煤电	山西	炼焦煤	II	-0.23	7.80	7.82	6.98	6.06	3.60
大同煤业	山西	动力煤	II	17.39	5.10	6.19	5.20	5.18	3.34
伊泰股份	内蒙古	动力煤	III	18.87	4.83	5.95	8.46	11.32	5.91
冀中能源	河北	炼焦煤	III	37.9	5.56	5.36	4.96	5.42	3.80
中煤能源	北京	动力煤	I	10.80	4.52	5.07	4.01	3.50	2.68
潞安环能	山西	炼焦煤	II	2.61	4.54	4.43	4.67	5.43	3.84
平煤股份	河南	炼焦煤	II	17.07	4.99	4.26	4.10	4.14	3.12
昊华能源	北京	无烟煤	IV	1.00	3.18	3.14	7.14	6.44	2.83
晋城无烟	山西	无烟煤	II	4.32	2.61	2.71	2.82	2.37	2.12
山煤运销	山西	无烟煤	IV	-0.33	2.51	2.52	2.77	2.40	1.30
永辉矿业	贵州	炼焦煤	VI	0.98	2.18	2.16	1.43	1.70	1.54
安源煤业	江西	炼焦煤	VII	-40.34	1.16	1.94	2.03	-1.59	-8.72
永城煤电	河南	无烟煤	II	-2.61	1.84	1.89	1.82	2.29	1.06
均值				38.39	11.70	18.99	10.62	8.48	3.97

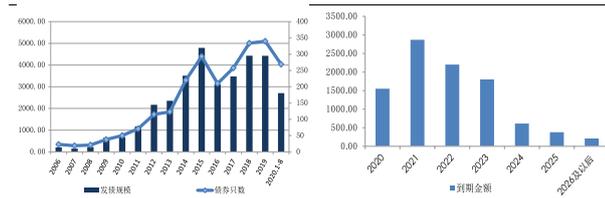
资料来源：Wind，东方金诚整理

三、煤炭行业债券市场表现

煤炭行业债券发行规模同比略有下降，行业高等级利差逐渐收窄，预计 2020 年四季度煤炭行业偿债规模较小，煤企集中兑付压力较小

截至 2020 年 9 月 11 日，煤炭行业存续期债券 675 只，涉及发债主体 68 家；中央国有企业、地方国有企业和民营企业主体数量占比分别为 83.82%、8.82% 和 7.35%，发行主体以地方国有企业为主。2020 年 1 ~ 8 月，煤企发债规模和只数均同比略有下行，其中发行债券 265 只，较上年同期增长 14.96%；发行金额合计 2705.70 亿元，同比下降 8.22%。

图表 25 煤炭行业债券发行及到期规模情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

截至 2020 年 9 月 11 日，煤炭行业存续期债券规模为 9628.82 亿元，同比增长 2.49%。2020 年 10 月 ~ 12 月、2021 年和 2022 年，煤炭行业到期债券金额分别为 908.15 亿元、2869.10 亿元和 2202.10 亿元。2021 年为煤炭行业债券兑付高峰期，2022 年 ~ 2025 年煤炭行业存量债券到期金额逐年下降。2020 年 1 ~ 9 月，煤炭行业无存续债违约。2020 年四季度煤炭价格中枢延续前三季度走势，同比有所下降，煤企仍将保持良好的现金净流入。此外，目前煤企新发行债券主要用于债务置换，预计 2020 年全年企业偿债能力和意愿将继续保持，行业虽面临一定集中兑付压力，但总体风险可控。

2020 年前三季度，煤炭企业中 3 家企业级别出现变动。中诚信国际将新汶矿业集团主体信用等级由 AA+/ 稳定上调至 AAA/ 稳定，主要是基于新汶矿业集团新建矿井投产释放，原煤产量将大幅增长，且具有很强的盈利和经营获现水平；东方金诚将冀中能源峰峰集团主

体信用等级由 AA/ 稳定上调至 AA+/ 稳定，主要是考虑到其在建矿井逐步投产，规模优势增强；金牛化工纳入合并范围，焦化产品产能大幅增长。中证鹏元将山西襄矿集团主体信用等级由 AA - / 正面下调至 AA-/ 稳定，主要是因为其出现安全生产事故，煤炭及化工业务面临安全生产风险及环保压力，2020 年以来 PVC 和烧碱价格持续下跌，襄矿集团业绩承压，其他应收款规模较大且回收时间不确定，资产流动性较弱，资产负债率高，短期刚性债务压力大，面临或有负债风险。

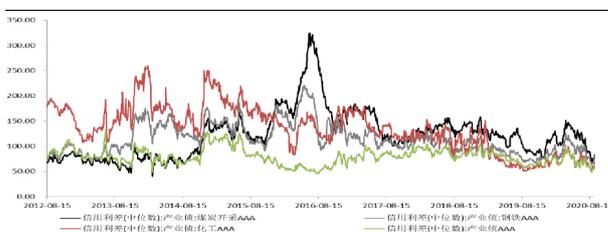
图表 26 2020 年前三季度煤炭企业主体信用等级及展望调整情况

调整类型	公司名称	评级机构	主体信用等级与展望调整	调整时间	最新主体评级及展望
级别上调	新汶矿业集团有限责任公司	中诚信国际	AA+/ 稳定→AAA/ 稳定	2019-07-25	AAA/ 稳定
	冀中能源峰集团有限公司	东方金诚	AA/ 稳定→AA+/ 稳定	2019-07-25	AAA/ 稳定
展望下调	山西襄矿集团有限公司	中证鹏元	AA-/ 正面→AA-/ 稳定	2019-02-20	AA/ 稳定

数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年以来，AAA 级企业中煤炭与钢铁、化工等行业的利差分化明显。年初以来煤炭行业信用利差波动较大，一季度信用利差上行主要考虑受新冠肺炎疫情影响，煤企复工复产推迟，煤价中枢下移，违约风险担忧有所上升、信用风险溢价扩大引起；后由于各类政策密集出台对冲疫情带来的负面冲击，推动流动性溢价和信用溢价收缩；4 月初以来，随着国内疫情防控基本见效，二、三产业复工复产加快推进，煤炭下游需求和价格回升，煤炭行业信用利差逐步下降，但仍高于下游其他行业利差和产业债信用利差中位数。预计四季度煤炭行业 AAA 级企业利差走势相对稳定，全年信用利差整体较钢铁、化工等下游行业处于中上水平。

图表 27 AAA 级煤炭行业及下游行业利差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

四、信用风险展望

2020 年，大型煤企样本分组相对稳定，民营及中小煤企受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，信用质量弱化，样本分组明显下沉

2020 年，受新冠疫情影响，经济增速放缓，煤炭下游需求减少，但在国家保供政策支持下，二季度以来，行业新建及核增产能陆续投产，国有大型煤炭企业产能利用率回升，煤炭产量恢复增长，预计全年煤炭供给同比增加。受煤炭供需失衡影响，2020 年煤炭价格呈“N”字形走势，煤价中枢同比下移，预计全年动力煤价格中枢位于绿色区间基准价 535 元/吨以上，焦煤价格、无烟煤价格将有所回落，动力煤价格强于焦煤和无烟煤。随着煤价下移、吨煤成本上升，2020 年煤炭行业利润整体有所降低。盈利下降背景下，行业加快重组整合，随着焦煤集团吸收合并山煤集团、兖矿与山东能源重组合并、阳煤、潞安和晋煤合并，预计未来煤炭行业集中度将进一步提升。

2020 年，国有大型煤企样本分组相对稳定，组内排序略有调整，受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，民营煤企及中小煤企在样本分组明显下沉。受煤炭价格中枢下降、煤炭生产成本上升影响，2020 年煤炭企业营业收入和净利润同比下降，但得益于产量恢复较快，煤价受长协价格支撑，大型煤企利润降幅相对较小，中小型煤企煤炭售价下降，加之产量减少，利润降幅较大。煤企整体资产负债率总体较为稳定，持续推进债转股及债务重组事项的煤企，债务负担或将有所减少，永城煤电等在建项目较多，煤炭与化工等资本支出较大，资产负债率将进一步上升。大型动力煤企业伊泰股份 EBITDA 利息倍数有所下降，动力煤企业中国神华、兖州煤业、大同煤业、炼焦煤企业西山煤电、无烟煤企业阳泉煤业 EBITDA 利息倍数较高。■

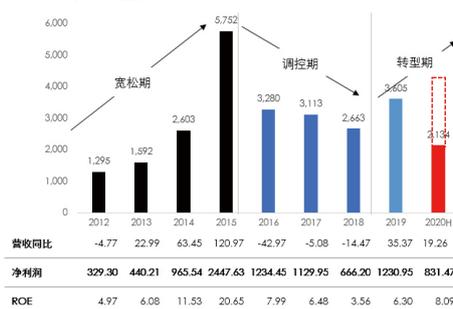
附件：样本企业 2020 年 1 ~ 6 月主要财务指标情况 (单位: 亿元、%)

企业名称	企业性质	煤种	省份	营业总收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别
中国神华能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	1050.16	312.95	27.96	AAA
陕西煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	387.33	82.50	39.73	AAA
中国中煤能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	613.93	54.47	57.58	AAA
兖州煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山东	1096.13	77.51	61.90	AAA
华电煤业集团有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	89.59	20.74	61.01	AAA
淮南矿业(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	安徽	176.93	21.89	73.08	AAA
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	地方国有企业	无烟煤	山西	806.17	11.42	75.65	AAA
山西潞安环保能源开发股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	117.82	14.50	66.75	AAA
阳泉煤业(集团)股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	153.11	9.81	52.43	AAA
永城煤电控股集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	河南	246.15	4.80	78.69	AAA
国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	中央国有企业	动力煤	宁夏	141.96	-9.90	74.48	AAA
山西西山煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	141.51	15.86	63.37	AAA
平顶山天安煤业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南省	114.74	11.44	66.93	AAA
大同煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	51.66	10.45	54.98	AAA
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	民营企业	动力煤	内蒙古	153.96	14.09	50.94	AAA
新汶矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	450.09	6.01	74.32	AAA
山煤国际能源集团股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	180.03	9.99	72.72	AA+
淮北矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	325.16	17.84	70.17	AAA
冀中能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	104.13	10.00	47.33	AA+
开滦(集团)有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	424.35	5.09	70.70	AAA
山西煤炭运销集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	317.17	2.04	75.73	AA
徐州矿务集团有限公司	地方国有企业	动力煤	江苏	126.34	5.53	61.27	AA+
临沂矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	145.02	4.30	63.95	AA
冀中能源峰峰集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	133.55	4.25	68.91	AA+
北京昊华能源股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	北京	20.47	2.46	54.34	AA+
中煤新集能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	安徽	36.60	4.48	75.54	AA
陕西榆林能源集团有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	62.47	12.55	43.56	AA+
大同煤矿集团铁峰煤业有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	9.18	0.67	49.16	AA
神木市国有资本投资运营集团有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	16.62	9.48	24.19	AA+
济宁矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	44.21	5.68	67.67	AA
河南大有能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南	28.11	1.55	62.53	-
山西兰花科技创业股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	29.38	2.01	58.50	-
潞安新疆煤化工(集团)有限公司	地方国有企业	动力煤	新疆	43.47	0.65	67.14	AA-
安徽恒源煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	23.87	4.88	41.25	-
贵州盘江精煤股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	27.72	4.01	49.94	-
甘肃靖远煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	甘肃	18.91	3.10	26.99	-
贵州水城矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	51.04	-0.40	80.94	AA
山西凯嘉能源集团有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	37.26	3.12	65.95	AA-
湖南煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	湖南	35.12	0.82	69.26	AA
阳城县阳泰集团实业有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	19.47	1.41	72.02	AA
山东宏河控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	37.08	2.86	52.36	AA
青海省能源发展(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	青海	23.81	0.10	66.07	AA
冀中能源邯郸矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	64.91	-2.13	79.17	AA
郑州煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	河南	12.31	-2.78	76.82	-
内蒙古平庄能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	内蒙古	8.93	-1.51	18.99	-
山东省微山湖矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	4.29	0.27	65.27	AA-
山西襄矿集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	23.29	0.34	75.36	AA-
山东泰丰控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	9.16	1.02	50.90	AA
安源煤业集团股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	江西	27.35	-0.75	91.09	AA-
永泰能源股份有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	100.86	3.03	73.16	C

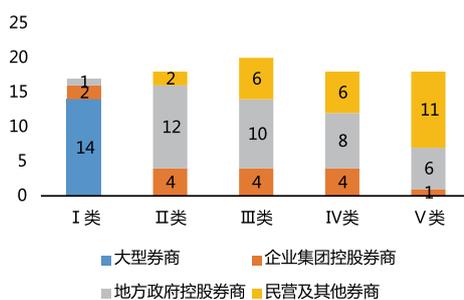
政策面与基本面共振，营收及盈利能力持续提升 ——证券行业 2020 年度信用风险展望(10月修订版)

文 | 金融业务部 王佳丽 尹海程

行业信用质量：政策面与基本面共振下持续提升营收水平及盈利能力



券商信用质量分类



主要观点

- 产业结构转型下国家支持资本市场改革发展政策力度超前，直接融资市场空间广阔，证券业正处于新一轮历史发展机遇期；
- 受益于注册制落地、交易机制改革，券商投行、财富管理轻资产业务将保持高增长，大型券商业务布局日趋完善，中小券商突围难度较大；
- 证券公司持续降低股质业务规模、管理模式转向差异化，对自营业务过高的盈利依赖将

加剧盈利波动，将对券商信用质量产生负面影响；

- 营运资金需求增加推动证券公司短融和权益融资规模明显增加，资产负债结构的改善使得行业流动性保持较好水平，资本实力也得到显著增强；
- 证券业内部合规管理水平分化加剧，部分民营类证券公司控股股东债务危机显现，关联交易风险的暴露以及股权的变更将成为证券公司重要的风险来源之一；
- 大型券商加大业务多元化布局，市场地位稳固，券商减值增加导致盈利恶化是信用质量下降的主要原因，同时重大风险管理事件频发，预计中小券商“两极分化”的格局将持续。

2020年初突如其来的新冠疫情，国内经济增长和企业盈利能力前景承压，二级市场投资短暂趋冷、线下业务开展受阻，证券公司各项业务均遭受负面影响。但得益于疫情有效控制并且顺利推进复工复产，资本市场改革政策陆续出台，一二级市场回暖带动证券公司营业收入和净利润出现回升。政策支持发展直接融资市场、行业基本面转好，证券业盈利能力提升、信用质量延续向好态势。大型券商加大业务多元化布局，市场地位稳固，中小券商内部分化加剧，减值增加导致盈利恶化是信用质量下降的主要原因，同时重大合规及风险管理事件频

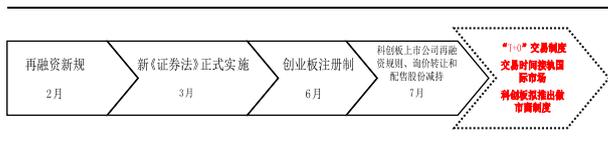
发，预计“两极分化”的格局将持续。

一、政策条件及经营环境

产业结构转型下国家支持资本市场改革发展政策力度超前，以股权融资为核心的直接融资市场空间广阔，证券业正处于新一轮历史发展机遇期

国内以股权融资为主的直接融资市场亟待发展。目前国内经济进入产业结构加速优化阶段，主导产业从工业转向科技。股权融资成为产业结构转型重要抓手，重点支持初创企业和轻资产企业融资成为重点。2020年2月，证监会发布再融资系列规则，以提高全市场再融资效率、提升股权融资占比，也为符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关企业在创业板重组上市提供配套再融资。3月，正式实施的《证券法》为全面推行注册制打造顶层设计。6月，注册制在创业板开始实施。创业板主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。得益于监管大力推进，8月24日首批18家企业正式登陆创业板。后续注册制可能依次在中小板和主板推广。

图表 1: 2020 年以来资本市场重大改革政策一览



数据来源：东方金诚整理

对比美国直接融资比重超过 80%、直接融资以股权融资为主，2019 年中国社融直接融资存量占比 28%、新增占比 34%，直接融资仍主要为债券融资，国内以股权融资为核心的直接融资市场空间广阔。预计在化解宏观债务率、增强科技及成长型企业融资可获得性的国家战

略支持下，国内资本市场发展值得期待，证券业将迎来前所未有的发展机遇。

从竞争格局看，在金融领域开放政策逐步实施背景下，行业内部竞争压力增加，国内券商或将寻求做大做强争取行业地位，或寻求差异化发展特色化经营获得发展空间。同时，2020 年，监管提出鼓励市场化并购，打造航母级头部券商，并购重组成为券商做大做强的的重要手段之一，如中金公司收购中投证券以加强其财富管理业务，中信证券收购广州证券，天风证券收购恒泰证券以需求业务领域的拓展。此外，科技与金融领域的联姻进一步凸显券商寻求差异化发展的决心。

二、业务发展状况及盈利能力

受益于交投活跃及投行业务发展，证券业盈利能力进入上升通道，预计资本市场改革将为券商提供成长空间

2020 年 1 ~ 9 月，证券市场行情回暖、交投活跃，沪深两市股基日均成交额 9201.21 亿元，同比增长 58.10%；上证综指、深证综指、中债指数较上年末分别上涨 5.52%、24.75%，和下降 1.07%。2020 年上半年，证券公司合计实现营业收入 2134.04 亿元、净利润 831.47 亿元，分别较上年同期分别增长 19.26%、24.73%，净利润增速较快主要受二季度减值损失新增计提规模下降影响。分项来看，投行业务增长显著，增速达到 28.10%，主要原因为科创板投行业务发展；剩余依次为利息净收入、经纪业务、自营业务、资管业务，增速分别为 20.21%、17.80%、13.24%、12.24%，延续 2019 年业绩增长的良好态势。其中经纪业务、投行业务和资产管理业务等轻资产业务占比 44.00%，较 2019 年上升 0.08 个百分点，扭转了近年来持续下滑势头。

从集中度来看，2020 年上半年营业收入排名前十券商占全行业营业收入的比例为 46.65%，净利润排名前十券商占全行业净利润

的比例为 54.43%，营业收入、净利润市场低于 2018 年，主要原因是中小券商在市场回暖和政策改革的背景下展现出更高的业绩增速反弹。短期之内，随着资本市场改革推进，行业业务集中度小幅下滑，但长期来看行业仍将呈现头部券商集中化的趋势。

图表 2：盈利水平及盈利能力（亿元、%）



图表 3：行业排名前十券商集中度变化（%）



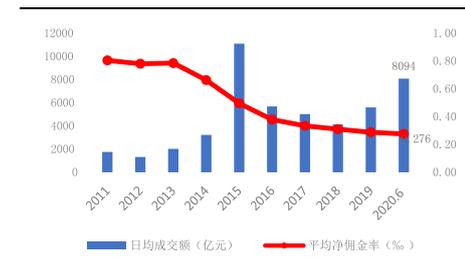
数据来源：证券业协会，东方金诚整理

预计随着注册制落地、交易机制优化，券商投行、财富管理等轻资产业务收入有望保持高增长，大型券商业务布局日趋完善，中小券商突围难度较大

2020 年上半年，全行业实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）523.10 亿元，占营业收入比例为 25.44%，占比较上年上升 0.54 个百分点；行业平均净佣金率为万分之 2.76，佣金率继续下滑但趋势放缓。由于散户主导交易增量、新增营业网点分散，中小券商经纪业务收入弹性更强。2015 年~2019 年，行业前十家代理买卖证券业务收入占比 48.89%、47.22%、46.42%、45.84%、45.29%，集中度呈小幅下降趋势。在财富管理转型、基金投顾资

格开放的大背景之下，经纪业务将成为券商寻求差异化发展的重要方向。依托研究能力、客户资源和资本实力等优势，大型券商财富管理条线布局日趋完善，多数企业集团控股券商及中小民营类券商将受制于客户基础薄弱的因素而发展有限。

图表 4：经纪业务股票日均成交量及佣金率



图表 5：分仓佣金收入前十

排名	2019 年		2020 年上半年	
	券商	占比	券商	占比
1	中信证券	6.74	中信证券	7.14
2	长江证券	5.22	长江证券	5.19
3	中信建投	4.53	中信建投	5.16
4	招商证券	4.37	招商证券	4.64
5	广发证券	4.23	广发证券	4.58
6	光大证券	4.07	中泰证券	4.37
7	国泰君安	4.07	兴业证券	3.96
8	海通证券	3.91	国泰君安	3.87
9	中泰证券	3.79	海通证券	3.75
10	东方证券	3.52	东方证券	3.38

数据来源：wind、上交所，东方金诚整理

投行业务发展主要受益于资本市场改革持续推进，“马太效应”特征仍较为显著。2020 年 1~9 月，疫情过后投行业务渐次恢复、IPO 过会率接近 95%，证券承销与保荐规模呈现加速增加态势。1~9 月，IPO 募集资金规模为 3557.38 亿元，同比增长 154%；其中科创板首发项目数量占比 38.44%，募集资金规模占比 52.62%，贡献主要增量。因上市企业将向高新技术行业集中，企业上市阶段将从“成熟期”向“成长期”前移，注册制及其跟投机制考验券商的研究、定价、销售能力，头部券商股权投资业务市场占有率更高。截至 2020 年 9 月末科创板共上市 113 家，贡献承销及保荐费 112.72 亿元，其中“三中一华”四家券商分列

行业前四名，收入占比超 50%。

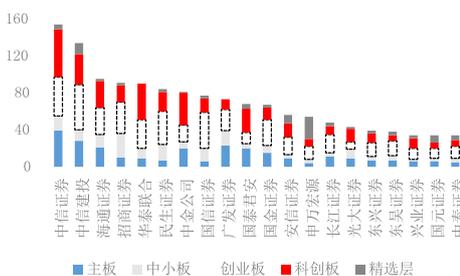
2020 年 1~9 月，证券公司债券承销金额为 6.53 万亿元，同比增长 33.88%。其中，公司债同比增长 41.69%，3 月以来公司债增长显著。其中，中信证券和中信建投两家券商竞争优势明显，市场占有率持续保持在 10% 以上。证券行业极低承揽费率甚至零承揽费率开展债券投行业务现象频发，债券投行业务竞争加剧，集中度下降。

创业板的试点注册制改革、新三板精选层转板上市机制、再融资政策下上市公司增发逐渐进入实操阶段，投行业务规模增加有望为券商带来增量业绩，大型头部券商优势较为显著。

图表 6：承销与保荐业务规模（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~9
股权承销规模 ¹	17223.86	12109.35	15413.25	12237.32
其中：IPO	2301.09	1378.15	2532.48	3557.38
增发	12705.31	7523.53	6887.70	5970.63
配股	162.96	228.32	133.88	417.37
债券承销规模	45249.40	56798.37	76145.13	65261.28
其中：公司债	11009.74	16545.65	25362.33	25334.72

图表 7：IPO 在审数量前 20 名证券公司（家）



数据来源：wind，东方金诚整理

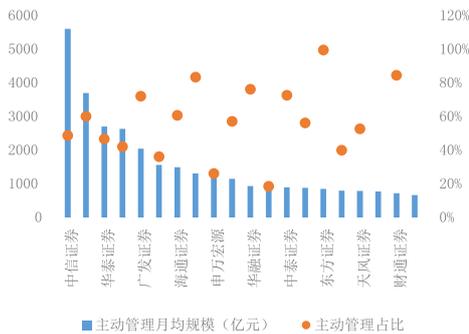
资管规模持续下滑但降幅趋缓，集合资管规模小幅增加、占比提升，主动管理能力继续提升。截至 2020 年 6 月末，券商资管规模降至 99653.28 亿元，较年初下降 2.17%；上半年，券商资管业务收入同比增长 12.24%，可见券商资管主动管理转型已初显成效，规模收缩对业绩的负面影响趋小。下半年以来，随着资管新规过渡期延长，以及公募牌照申请放开，券商资管转型机遇显现，中信、国泰君安等大型券商客户基础、投研能力方面优势明显，同时华融、

天风、华西、财通等区域性券商主动管理资管排名处于前列。

图表 8：券商资管业务规模（万亿元）



图表 9：主动管理资管业务规模前二十



数据来源：证监会、证券业协会，东方金诚整理

证券公司持续降低股质业务规模、管理模式转向差异化，对自营业务过高的盈利依赖将加剧盈利波动，将对券商信用质量产生负面影响

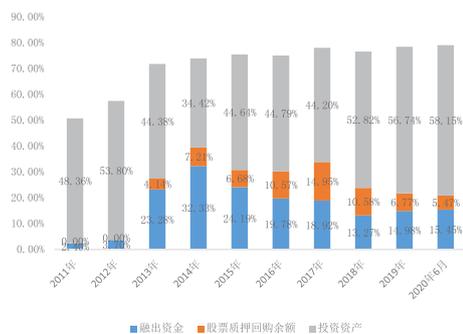
证券公司持续降低股票质押回购业务规模、业务管理模式逐步由规模导向转向差异化管理，叠加市场行情好转，整体信用交易业务风险明显降低。截至 2020 年 6 月末，上市券商股票质押业务待回购金额 3415.75 亿元，较上年末减少 12.33%，占自有资产比重下降 1.30 个百分点至 5.69%，风险敞口进一步下降。上半年行业减值损失新增计提现象仍频发，上市券商减值损失规模同比增加 50.78 亿元，对存量项目风险形成较好覆盖。另外，两融业务规模保持趋势增加，带动利息净收入增长。2020 年 1 月~9 月，全市场融资融券日均余额为 1.21 万亿元，较 2019 年日均增长 32.55%。

自 2018 年起，证券公司自营投资资产规模

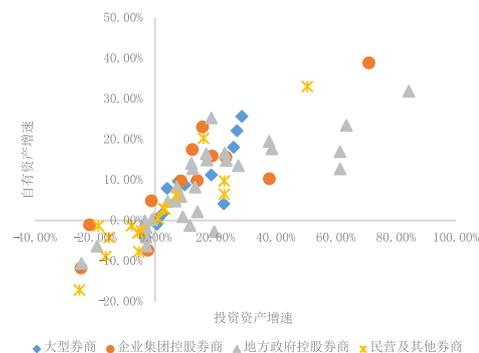
每年保持20%以上的增速，在结构性行情的加持下，自营业务持续超过经纪业务成为券商第一大收入来源。但券商自营业务收入呈现较大波动性，2020年一二季度同比增速依次为-43.21%、285.57%，综合影响下上半年同比增长13.24%。券商具有方向性投资特征自营业务规模持续增加，占有资产规模达到58%，叠加新会计准则实施增加投资业务收益波动，行业面临较大的盈利波动。大型券商多元化的业务布局以及分散化的投资策略有利于缓释市场波动，但对于其他中小券商而言，自营以及减值计提是近年来影响其信用质量变动的主要原因。

展望全年，一方面交易机制优化以及市场活跃度的持续高位，将提振两融业务交易规模，另一方面资本金补充以及外部融资上升下行业自营业务配置规模将增加，两者共同驱动重资本业务规模稳步增长。但从国际对比看，目前国内衍生品市场发展尚处于发展初期，法律法规、监管水平仍需逐步提高，风险控制手段尚不完善。

图表 10：上市券商主要资产投向占比（%）



图表 11：券商自有资产及投资资产增速



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理

三、流动性与资本充足性

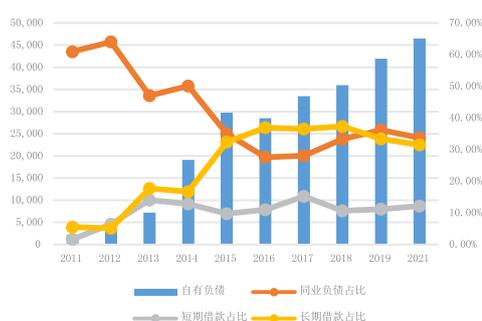
营运资金需求增加推动证券公司短融和权益融资规模明显增加，资产负债结构的改善使得行业流动性保持较好水平，资本实力也得到显著增强

2020年前三季度，伴随营运资金需求增加，证券公司债券发行规模已达到去年全年的138.76%，短融和公司债券发行规模分别为去年全年的130.79%、163.67%；证券公司收益凭证发行基本持平于上年同期水平。相比银行、信托等金融机构，券商缺乏稳定的长效流动性支持手段，较为依赖质押式回购等短期资金。从发债证券公司来看，仅西部证券和华林证券两家券商2020年6月末末同业负债占比超过70%，债券融资的增加驱动负债结构有所改善。

图表 12：债务工具发行统计（亿元）



图表 13：券商负债结构



数据来源：证券业协会、wind，东方金诚整理

市场行情驱动下，券商增资扩股动力增强。2020年1~9月上市证券公司IPO、增发、配股、可转债分别募集资金69.95亿元、612.05亿元、31.841亿元181亿元，合计达到去年全年的20

倍左右，其中区域性券商增资数量占比 50% 左右。同时，宽松货币环境下，证券公司杠杆倍数持续提升，2017 年末~2019 年末及 2020 年 6 月末财务杠杆倍数分别为 2.75 倍、2.82 倍、2.95 倍、3.06 倍，其中大型券商财务杠杆倍数相对较高，对其 ROE 的提升具有一定的正面影响。得益于净资本实力的提升，证券业风险覆盖率逐年上升，2017~2019 年依次为 243.09%、251.23%、254.61%。

图表 14：全行业杠杆率



图 15：券商财务杠杆倍数（倍）



数据来源：证券业协会，东方金诚整理

注：横轴、纵轴分别代表 2019 年、2020 年 6 月财务杠杆倍数，左上方表示 2020 年以来财务杠杆倍数提升

四、合规及风险管理

证券业内部合规及风险管理水平分化加剧，部分民营类证券公司控股股东债务危机显现，关联交易风险的暴露以及股权的变更将成为证券公司重要的风险来源之一

证券业内部合规及风险管理水平分化加剧，从证券公司分类结果看，与 2019 年相比，2020 年监管评级有 32 家评级上升、25 家下滑、39 家评级持平，评级上升数量明显多于评级下滑。营业部合规管理、从业人员违规操作始终是拖累部分券商评级结果的重要因素，另外投行业务内控管理、公司治理问题等合规与风险管理水平的差异，直接影响分类结果。2020 年上半年证券公司处罚数量占比从高到底依次为大型券商、民营及其他中小券商、地方政府控股券商、企业集团控股券商，但相异于大型券商业务范围广、合规问题较轻，民营中小券商、地方政府控股券商合规风险集中于公司治理、业务风险等，尤其民营中小券商受合规风险影响程度较重。

同时，在合规监管处罚力度全面趋严、民营企业债务危机时有爆发的背景下，民营类券商公司治理缺失（大股东占款）、业务层面缺乏合规程序等问题加速暴露。自 2019 年以来，共有华信证券、国盛证券和新时代证券三家券商被接管，均为民营背景，内部治理架构不健全，关联股东利益输送导致资金流失、信用风险加剧等是上述券商被接管的主要原因。

五、证券公司信用质量

大型券商加大业务多元化布局，市场地位稳固，中小券商内部分化加剧，减值增加导致盈利恶化是信用质量下降的主要原因，同时重大合规及风险管理事件频发，预计“两极分化”的格局将持续

本文基于全行业 91 家证券公司，从政策条件及经营环境、业务发展状况及盈利能力、流动性与净资本管理、合规及风险管理四个维度进行综合评判，对 2019 年信用质量进行排序划分为 I~V 类，并预测 2020 年信用表现。

考虑到国内证券业正处于行业转型阶段，自身资源禀赋决定差异化发展、特色化经营路径，因此根据净资本规模、股东背景等标准，将 91 家证券公司划分出大型券商、企业集团控

股券商、地方政府控股券商、民营及其他中小券商。

图表 16：券商信用质量分类

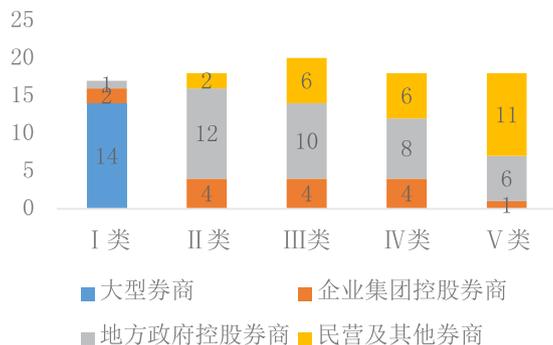


图 17：信用质量及预测



数据来源：东方金诚整理

(1) I类：包括 14 家大型券商、2 家企业集团控股券商、1 家地方政府控股券商，数量和构成较上年未发生变化。I 类券商净资本规模在我国证券业中处于前列，同时业务发展较为多元化、合规及风险管理水平行业最高。I 类证券公司保持稳定，最有潜力成长为一流投行，也反映与其他类证券公司显著的差距，短期之内较为稳固的发展格局难以被打破。

(2) II类：包括 4 家企业集团控股券商、12 家地方政府控股券商和 2 家民营及其他中小券商，地方政府券商大多为经济较为发达区域的省级券商。II 类券商数量未发生变化，但 2 家区域性券商得益于股东增资而资本实力显著增强，分类由 III 类上升至 II 类；2 家企业集团券商由于减值准备计提过大而盈利指标恶化，分类由 II 类下降至 III 类。II 类证券公司拥有强

大的股东背景、在区域市场形成很强的业务竞争力，或者依托民营企业灵活的体制机制、深化特色化经营实现业务竞争力的提升。

(3) III类：包括 4 家企业集团控股券商、10 家地方政府控股券商和 6 家民营及其他中小券商，地方政府控股券商大多为市级券商或经济欠发达区域省级券商。III 类券商数量未发生变化，但其中 1 家地方政府控股券商和 1 家民营券商分类由 IV 类上升至 III 类，主要得益于股东持续的资本金支持，以及在债券承销业务、经纪业务互联网转型等方面特色化发展优势的显现；1 家市级券商和 1 家省级券商分类由 III 类下降至 IV 类，主要受自营收益波动以及减值计提的负面影响。

(4) IV类：包括 4 家企业集团控股券商、8 家地方政府控股券商和 6 家民营及其他中小券商。IV 类券商数量较上年增加 1 家，但其中 3 家地方政府控股券商分类由 V 类上升至 IV 类，得益于市场好转下盈利的改善；2 家券商分类由 IV 类至 V 类，主要是由于因合规处罚以及股东负面影响而经营下滑，以及受自营、股票质押业务违约风险导致出现大幅亏损。

(5) V类：包括 1 家企业集团控股券商、6 家地方政府控股券商和 11 家民营及其他中小券商，较上年较少 1 家。V 类券商大多客户基础较为薄弱，对单一业务板块的收入依赖度较高，更易受外部政策和市场环境的影响。同时，部分券商在较为激进的绩效考核机制下，合规风险较为凸显，个别民营类背景券商关联交易风险亦较大。■

监管趋严下行业承压 中小型租赁公司信用质量下降 ——融资租赁行业2020年度信用风险展望(10月修订版)

文 | 金融业务部 张丽 李倩

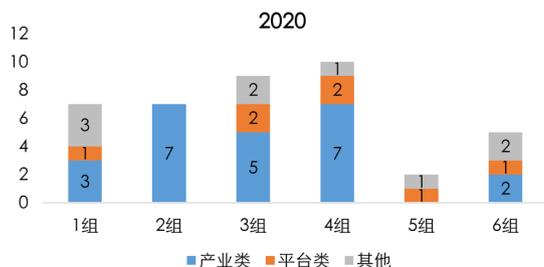
行业信用质量：短期小幅下行、长期分化延续
样本公司盈利情况（亿元、%）



样本公司不良率（%）及杠杆倍数（倍）



样本公司信用表现（家）



主要观点

● 随着严监管叠加疫情的冲击，2020年融资租赁行业整体经营承压，不同租赁公司经营状况分化加剧，央企及地方政府控股的大型融资租赁公司经营相对稳健，中小型租赁公司业务持续收缩。

● 预计4季度行业租赁资产投放增速仍保持低位，行业盈利持续承压。宽信用下竞争加剧和严监管导致部分中小型租赁公司利差持续缩窄、信用成本上升，盈利或进一步恶化；产业类和头部租赁公司依靠定价优势和良好的资产管控能力，盈利增速有望保持稳健。

● 受宏观经济承压导致的承租人经营压力上升影响，预计2020年4季度融资租赁行业整体不良率将继续抬升。其中，部分传统产业背景以及第三方租赁公司不良率上行和拨备计提压力较大，央企产业类和平台类租赁公司资产质量保持稳健，信用风险可控。

● 预计4季度货币宽松边际收紧下融资租赁行业面临融资环境将出现分层，客户资产质量下行或股东负面事件导致个别民营性质租赁公司获得的内外部流动性支持减弱，流动性管理压力凸显。

● 租赁业务投放放缓驱动杠杆倍数小幅下行，预计4季度央企产业类、头部平台类租赁公司能够持续获得股东增资支撑业务发展，

中小型第三方租赁公司资本补充压力上升，个别租赁公司存在盈利侵蚀资本的风险。

● 预计2020年4季度融资租赁公司信用风险分化趋势进一步加强：央企产业类以及头部平台类和第三方融资租赁公司盈利有望回升，信用质量相对稳健，在本次样本分组中相对稳定；中小型融资租赁公司由于资产质量和盈利持续下滑导致信用质量下降，在本次样本分组靠后且明显下沉。

2020年以来，受疫情影响和行业监管持续加强，融资租赁公司规模扩张持续放缓，资产质量和盈利承压，且行业分化加剧。预计，央企控股产业类、国有控股平台类以及头部的第三方租赁公司得益于成本端优势和良好的资源禀赋，资产质量保持稳健、拨备充足，且在资本补充和流动性方面能获得股东的持续支持，信用风险整体可控，分组表现稳中有升。而中小型融资租赁公司受宏观经济承压和市场利率波动影响较大，在经营业绩、资产质量和资本补充方面压力凸显，信用质量面临下行压力，分组表现分化且部分表现下沉。

一、业务规模及竞争力

严监管导致融资租赁行业整体经营承压，资本实力和股东背景较强的融资租赁公司有望在业务结构调整中实现量价回升，中小型租赁公司面临业务持续收缩风险

行业监管层面，2018年4月，内、外资融资租赁公司正式划归由银保监会统一监管，统一监管架构确立后，相应的《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《监管办法》”，仅适用融资租赁公司）从2020年1月征求意见至6月正式落地。《监管办法》明确了融资租赁公司的业务范围、租赁物范围及负面清单，要求融资租赁公司回归主业；对杠杆倍数、集

中度和关联交易管理趋严。预计行业1万余家融资租赁公司中70%左右的空壳公司加速出清，而客户集中度、关联度和杠杆倍数等监管指标规定也使得展业的融资租赁公司面临调整压力。作为典型的周期性行业，在疫情的影响下，行业合同余额持续回落，2020年上半年呈现负增长。截至2020年3月末，内资、外资融资租赁行业合同余额较年初分别下滑4.48%和2.80%。

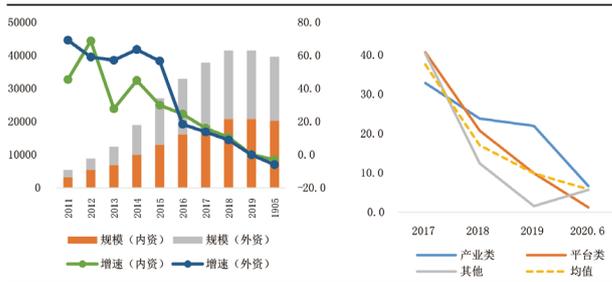
根据股东背景、资本金规模、融资能力、投放行业、风控能力等因素，融资租赁公司业务竞争力存在明显差异。2020年以来由于疫情的影响，租赁资产主要投放于中小制造业企业的小型租赁公司结构调整压力最大，此类租赁公司往往资本实力偏弱、融资成本高企，产业背景弱导致业务竞争力不足，业务规模持续收缩。服务于集团客户的央企产业背景租赁公司以及部分大型第三方租赁公司持续调整客户结构，高增速持续回落，但仍凭借较强的资本实力和资源优势实现规模增长。由于行业数据较少，我们选取了有公开数据的40家发债样本并按照股东背景等要素进行了分类分析（上述分类不具有绝对性，例如有部分以传统制造业为主营业务的产业背景租赁公司集团内业务占比很低，如晨鸣租赁在造纸行业的投放占比很小，客户主要是钢铁制造、房地产以及地方政府平台等，兼具平台类和第三方租赁公司属性）。截至2020年6月末，前述40家样本融资租赁公司总资产余额19660.60亿元，较年初增长5.84%，增速较2019年下降4.06个百分点。

上述样本中，产业类融资租赁公司总资产较年初增长6.65%。其中，集团业务占比60%以上的租赁公司增速均出现不同程度的下滑，但国网租赁和国电租赁在增资加持下业务增速仍较快，国网租赁2019年和2020年6月末资产规模较年初增速分别为217.53%和20.78%，国电租赁同期增速分别为99.50%和79.68%；而

华能天成租赁和中广核租赁定位于集团上下游产业，集团业务占比控制在15%以内，6月末资产规模较年初分别增长11.07%和23.38%。市场化经营的晨鸣租赁和君创租赁等受股东支持减弱、制造业客户景气度影响，业务持续收缩，同期末增速分别为-7.39%和-11.20%。

由于地方政府背景融资租赁公司资本实力偏弱，业务资源优势不明显，在上半年来城投客户融资环境宽松背景下业务竞争力持续下滑，如粤科租赁和悦达租赁资产规模低于50亿元且收缩比较明显，杭州金投租赁和青岛城建租赁受益于股东增资和业务推介，业务规模实现增长。归类为“其他”的主要为第三方租赁公司，其中渤海租赁、远东租赁、平安租赁资产排名位居融资租赁公司前三，2020年6月末增速分别为9.15%、7.04%和-0.44%，聚信租赁、中信富通等资产规模较小的租赁公司规模持续收缩。

图表1：融资租赁行业合同余额及增速及样本公司资产规模增速（单位：亿元、%）

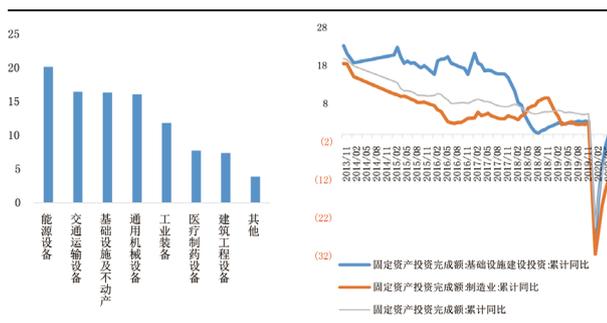


资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理
注：右图样本为40家发行了债券的融资租赁公司，其中产业类、平台类、其他分别为24家、7家和9家。

2020年4季度，行业监管以及国内经济承压对租赁公司资产端投放的影响仍在持续，同时政策逆周期调节也导致租赁业务资产端竞争压力凸显。融资租赁公司业务期限、还款频率等方面设置比较灵活，在制造业转型升级以及基础设施建设领域发挥重要作用，租赁资产仍主要投放于上述产业，预计在全国固定资产投资需求快速回升下存在一定的业务拓展空间。

但资本实力偏弱的小型租赁公司由于5月以来资金端供给边际收紧、传统制造业经营承压等原因主动调整结构和业务增速，资产规模或持续回落。资产端具有优势的头部租赁公司、产业类租赁公司仍能依靠与股东的协同、专业化竞争优势获得一定的业务增长空间。

图表2：融资租赁行业租赁资产分布行业以及行业投资增速情况（单位：%）



资料来源：商务部、Wind 资讯，东方金诚整理
注：基础设施建设指交通运输、仓储和邮政，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业。

市场利率变化对融资租赁生息资产收益率传导具有一定的滞后性，2017至2018年上半年的金融去杠杆阶段，市场利率明显上行，推动了2019年融资租赁行业资产端收益率的提升，但各家表现存在差异，资产端定价能力强的租赁公司具有核心竞争优势。2019年，25家样本租赁公司的平均生息资产收益率上行约0.22个百分点至7.80%，收益率区间为【3.20%，13.02%】。其中，第三方租赁公司>平台类租赁公司>产业类租赁公司，狮桥资本、晨鸣租赁、国控租赁收息率在10%以上，国网租赁、华电租赁由于主要服务于集团客户，收益率偏低。预计，行业头部的租赁公司客户资源稳定，短期内较强的资产端议价能力能维持项目的收益率相对稳定，如海通恒信2019年收益率上升2.20个百分点；小型租赁公司业务定价承压，经济盘底背景下或通过提高风险偏好维持利差的稳定。对于服务集团的央企产业背景租赁公司而言，项目收益率比较低，而市场化转型将

推动上述公司资产端量价齐升。例如国网租赁客户转向集团内，2019年收益率下降最为明显（2.45个百分点），而市场化转型加速的华电租赁2019年生息资产收益率提升0.17个百分点至5.51%。

二、融资及流动性

融资租赁公司融资环境边际收紧，股东背景较强的租赁公司流动性压力较小，少数产业类和小型第三方租赁公司由于资产质量下行或股东支持力度减弱导致流动性管理压力凸显

融资租赁行业整体杠杆水平较高，资产负债率在80%左右。同时，行业普遍存在短借长投的问题，资产负债久期存在一定错配。除资本金外，融资租赁公司资金来源包括银行借款、信托等金融机构借款、发行债券（含ABS）以及关联方借款，近年来租赁公司通过发行债券补充中长期资金或通过同业和资产管理渠道匹配资产期限，依赖银行借款的单一融资结构持续改善，负债久期适当拉长。截至2020年6月末，样本融资租赁公司应付债券在总负债中的占比为18.07%，较2016年末上升10.07个百分点。

图表3：样本融资租赁公司债务结构（2019年）和流动比率（单位：倍）



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：右图表格样本36家，其中产业类、平台类和其他分别为22家、6家和8家。

从流动比率来看，自2018年下半年以来央行持续降准，货币政策边际宽松，在融资结构优化下租赁公司的流动比率也持续提升，融资

成本也小幅下行，但行业也出现融资分化现象。在2018年金融去杠杆、行业转为由银保监会监管以及2019年包商银行事件影响下，银行对中小型融资租赁公司授信政策趋紧，再加上宏观经济调整环境下对中小型融资租赁公司承租人信用风险加速暴露的担忧，以银行借款为主的小型租赁公司的融资难度和成本仍有抬升趋势。少数融资租赁公司由于资产质量下行和盈利下滑，外部融资渠道受阻，债务偿还还依赖股东借款。例如，晨鸣租赁和中信富通获得的关联方借款占比持续上升，2019年末占比分别为76.65%和63.40%。在2020年上半年，为缓解疫情对经济的冲击，央行采取一系列措施及时向市场投放流动性，以央企背景和头部第三方租赁公司为主的高信用等级融资租赁公司最受益于货币宽松政策，融资成本下行且流动比率持续改善。单从发债表现来看，2020年1~9月，融资租赁公司共发行债券280单合计2315亿元，同比分别增长32.7%和17.06%；发行ABS共计652单合计1970.63亿元，同比分别增长8.31%和0.36%。其中，AAA级主体发行单数（不包含ABS）占比为83.46%，占比较2019年末上升11.11个百分点。同期，AAA级融资租赁公司发行利率显著低于AA+、AA级，资金成本改善效果明显。而部分AA级平台类融资租赁公司拓宽了直接融资渠道，依赖股东提供担保首次发债，实现成本下降和融资结构优化。

2020年4季度逆周期政策边际收紧下，融资租赁公司的资金端供给会有所收紧，监管趋严以及资产质量分化将加速不同租赁公司的流动性分层，预计中小型产业背景和第三方租赁公司短期流动性管理难度加大。上述企业往往有如下特征：（1）过度依赖单一融资渠道；（2）短期债务占比过高、租赁资产以长期为主，期限错配风险较大；（3）租赁资产质量恶化导致现金流入减少、盈利下滑；（4）股东出现负面事件导致支持力度减弱，内外部融资均受阻。

如渤海租赁由于租赁资产大量逾期以及股东流动性承压等原因，债券偿付压力上升，存续债券“19渤海租赁 SCP002”申请了展期。

三、资产质量

预计行业不良率持续抬升，客户相对优质的国有控股租赁公司资产质量保持稳健，大部分头部租赁公司通过加大拨备计提以缓解资产质量下行压力，中小型民营性质租赁公司则面临较大的资产质量下行和拨备不足压力

融资租赁行业的租赁标的物主要是能源设备、交通运输设备、基础设施及不动产以制造设备类，行业相对集中且单笔投放额度较高，对融资租赁公司的风险把控能力要求较高。受经济周期性调整导致的制造业景气度下行以及行业政策调整（诸如光伏补贴退坡、房地产调控）影响，融资租赁公司不良率持续抬升。截至2019年末，公布数据的35家样本融资租赁公司不良率均值为1.15%，较年初上升0.14个百分点。结合客户资质情况来看，不同类型的租赁公司资产质量分化加剧，部分小型融资租赁公司受制于客户质量整体不高，在制造业等周期性行业风险加剧下不良攀升，部分融资租赁公司不良率受大额项目影响指标波动较大。

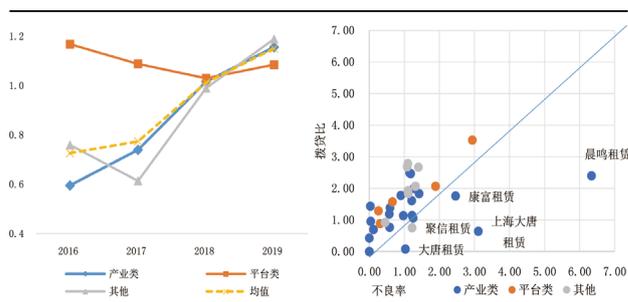
(1) 产业类租赁公司新增不良主要受产业景气度以及市场化业务管理经验不足影响，个体之间不良率呈现分化趋势。截至2019年末，该类型下的样本租赁公司不良率区间为【0, 6.34%】，均值为1.16%，晨鸣租赁2019年逾期占比6.34%，显著高于行业均值，剔除该样本后不良率均值较年初下降0.06个百分点至0.91%。以电力等弱周期行业为主要投向或客户主要是集团内及产业链上下游的租赁公司更容易把控风险，且风险资产处置效率更高，风险可控。但聚焦汽车等制造业、航空业以及

市场化业务占比较高的产业类租赁公司风险加剧。其中，晨鸣租赁业务投向集中于基础设施、房地产和钢铁制造等非集团相关产业，在2019年政府平台融资受限以及钢铁、房地产、化工行业资金周转困难下，2020年6月末逾期租赁资产占比上升至8.82%。上海大唐租赁存量不良租赁资产3.50亿元全部来自蛟河凯迪项目，不良率为3.11%；国网租赁2019年新增投向转向集团相关，并通过诉讼和清收回款3.3亿元，期末不良率和关注类资产占比分别下降1.69和1.14个百分点至1.21%和0.49%。预计未来，受《监管办法》对集团内业务不超过净资产50%的比例限制，市场化转型或导致部分租赁公司风险管理压力加大，但仍可在集团的支持下保持稳健的信用质量。

(2) 地方政府控股的平台类租赁公司以区域城投客户为主要客群，整体不良率较低，但也存在租赁公司客户群体下沉至高负债的县域平台，存量客户出现阶段性逾期。2019年末6家样本公司中4家不良率在0.66%以内，国泰租赁则因单个大额非城投类客户逾期导致不良率近2%，悦达租赁新增业务主要以小额汽车金融租赁为主，但早期投放的公用事业和制造业的租赁资产出现不良，2019年末不良率上升至2.94%。

(3) 归类为其他的租赁公司2019年不良率均值为1.19%，其中远东租赁、平安租赁等头部企业的租赁公司近年来不良率小幅抬升至1%以上，不良率波动不大。而小型租赁公司不良率偏高，主要原因在于此类租赁公司在资产和资金上面的竞争优势偏弱，大部分客户群体以抗风险能力偏弱的中小型实体企业以及债务负担压力较重的区县级城投企业为主，客户资质下沉；在风险预警、不良资产处置方面经验不足，风险资产化解难度大。

图表 4：样本融资租赁公司的不良率（左）和拨备覆盖不良情况（右）（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：本表选取的对比组为 35 家样本租赁公司。

注：不良率 = 不良应收融资租赁款 / 应收融资租赁款 $\times 100\%$ ，个别样本的不良率采用逾期租赁资产占比（实际逾期时间较长）；拨备覆盖（租赁资产）率（拨贷比）= 应收融资租赁款减值准备 / 应收融资租赁款 $\times 100\%$

从先行指标来看，受承租人经营压力上升影响，2019 年以来租赁公司关注类资产持续上升，由于各家租赁公司认定标准不一，部分关注类资产按照审慎原则预计下迁为不良的概率较大。截至 2019 年末，公布数据的 26 家样本租赁公司关注类资产占比均值较年初上升 0.47 个百分点至 3.41%，产业类、平台类和其他租赁公司的关注类占比均值分别为 3.31%、2.74% 和 4.20%，同比分别上升 0.33、1.33 和 0.08 个百分点。其中，环球租赁和银海租赁的关注类占比同比上升 3.38 和 5 个百分点至 18.36% 和 10.84%，上述资产或有历史逾期记录或现金流紧张导致不能按时支付租金，对不良率构成较大的压力。行业头部第三方租赁公司远东租赁五级分类较为审慎（2020 年 3 月末关注类占比达到 14.49%，较年初上升 3.43 个百分点，租金回收率在 99% 左右），部分城市公用、文化旅游、医疗健康及工程建设行业客户流动性偏紧、短期偿债压力加重，上述行业资产或存在逾期压力，预计可以通过拨备小幅化解。

2019 年以来，为应对资产质量下行压力，行业拨备余额呈现上升趋势。从风险抵补能力来看，由于原监管框架下内外资融资租赁公司拨备计提无具体要求，样本之间差异较大。截

至 2019 年末，公布数据的样本租赁公司拨贷比均值为 1.09%，远低于同期 28 家样本金融租赁公司均值 3.25%。其中，22 家产业类样本租赁公司拨贷比区间为【0，2.49%】，均值为 1.17%，随着大额风险资产的化解整体计提压力减轻，但大唐租赁、上海大唐租赁等几家央企背景租赁公司拨备覆盖不良的比例不高，存在一定的补计压力；7 家平台类租赁公司的拨贷比区间为【0.89%，3.53%】，均值为 1.95%，拨贷比 - 不良率空间为 0.87%；其他类租赁公司该指标区间为【0.65%，2.78%】，均值为 1.92%，拨贷比 - 不良率空间为 0.73%，在不良率整体抬升背景下拨备计提压力明显增加。但整体上看，随着资产质量下行和监管的持续加强，融资租赁公司相比金融租赁公司计提压力更大。

四、盈利状况

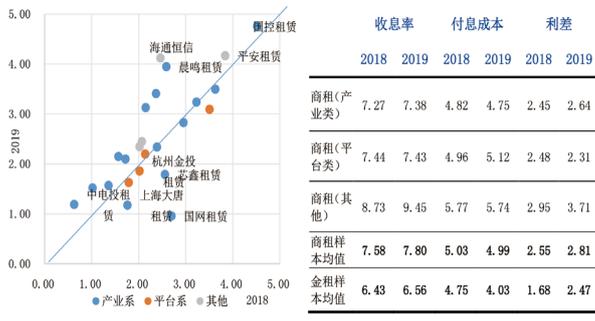
由于业务投放放缓以及资产质量下行压力上升，行业盈利或持续下滑，其中业务结构优化或较好的资产质量支撑大中型租赁公司盈利保持稳健，小型第三方和平台类租赁公司由于利差缩窄和资产质量下行导致盈利持续下滑

融资租赁公司资金端对利率变化更敏感，而资产端定价更依赖租赁公司业务竞争能力和风险把控，信用宽松背景下，产业类以及头部第三方租赁公司凭借产业优势和竞争优势，利差比较稳定。以样本统计，2019 年，25 家样本租赁公司利差上升 0.26 个百分点至 2.81%。分类型看，产业类租赁公司利差为 2.64%，同比上升 0.18 个百分点；其他类融资租赁公司利差明显回升 0.76 个百分点至 3.71%；平台类租赁公司利差下降 0.17 个百分点至 2.31%。

预计，2020 年 4 季度市场流动性边际收紧，行业融资成本上升，前期宽货币政策传导下融资租赁公司项目收益率下降趋势逐渐显现，下半年融资收紧下行业议价能力的抬升相对来说存在时滞，故行业利差有收紧趋势。央企产业

类和头部第三方租赁公司凭借市场化转型或专业优势保持利差稳定，而部分小型央企背景的租赁公司、平台类和第三方租赁公司由于议价能力不足利差持续缩窄。

图表 5：样本融资租赁公司利差变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

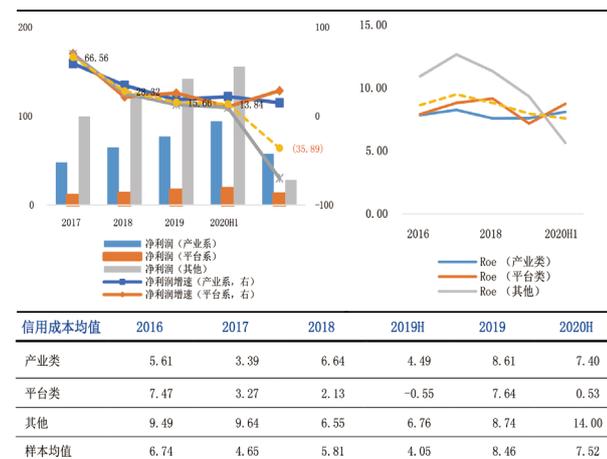
注：利差 = 融资租赁业务收入 / 加权平均租赁资产 - 利息支出 / 加权平均有息债务，图表样本选取 25 家商租公司和 27 家金租公司。

由于业务增速的放缓和资产质量整体下行，行业盈利增速持续放缓。2019 年，样本融资租赁公司实现营业收入、净利润同比增速分别为 11.96% 和 13.84%，增速同比 2018 年下降 15.06 和 1.82 个百分点，负债端成本下行使得净利润下滑速度趋缓。2020 上半年，受投放放缓以及项目收益率下行影响，样本融资租赁公司营业收入增速仅为 1.81%，同时受减值计提压力增加影响，40 家样本融资租赁公司资产减值损失(含信用减值损失)同比增长 108.89%(剔除渤海租赁样本后同比增速为 38.11%)。综合影响，样本净利润同比下滑 35.89%(剔除渤海租赁异常样本后同比增速为 -3.00%)。

不同类型租赁公司盈利表现差别较大：(1) 产业类融资租赁公司更多服务集团产融结合，roe 均值偏低，随着利差企稳回升以及风险资产化解减轻拨备计提压力，盈利表现小幅提升，2019 年 roe 均值上升 0.02 个百分点至 7.59%，净利润增速高于样本均值 8.40 个百分点。但其中受产业景气度影响较大的安吉租赁、徐工租赁等租赁公司盈利持续走弱(roe 均低于 2.5%)，拉低 roe 均值；中广核租赁、华电租赁受益于

量价回升，2020 年上半年净利润增速在 50% 以上，年化 roe 较 2019 年提升明显；(2) 平台类融资租赁公司 2019 年净利润增速下滑最为明显且盈利能力差异较大，2019 年 roe 区间为【-4.26%，13.88%】，在利差缩窄下 roe 均值下降 1.99 个百分点至 7.17%。受拨备计提扰动(拨备计提集中在下半年)，2020 年上半年，样本平台类租赁公司净利润增速阶段性上行。其中，越秀租赁、青岛城建租赁受益于营业成本下行，2020 年上半年净利润同比增速在 50% 左右，年化 roe 分别较 2019 年上升 4.72 个和 2.42 个百分点至 14.03% 和 16.30%；粤科租赁上半年未计提拨备 roe 由负转正，带动样本平台类租赁公司 roe 均值提升，其余 4 家 roe 均值下行 0.54 个百分点至 7.29%；(3) 其他类型融资租赁公司 2019 年营业收入下降明显，资产质量下行导致 roe 加速下滑，2020 年上半年 8 家样本中 7 家利润下滑。作为行业内资产规模排名前三的渤海租赁、远东租赁和平安租赁盈利同比均出现不同程度下滑，前者亏损严重，后两家 roe 较 2019 年分别下滑 3.45 和 5.57 个百分点。

图表 6：不同类型融资租赁公司盈利情况以及信用成本变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：本图表样本为 40 家融资租赁公司，信用成本 = (资产减值损失 + 信用减值损失) / 营业收入。

自 2020 年下半年以来，融资租赁行业将面临负债、资产两端的压力，预计净利润增速或

持续下滑，roe持续下降。主要原因有以下几点：

(1) 宏观经济承压、监管对集中度的限制以及资本管理的要求提升，租赁公司资产端保持低位增速；(2) 竞争加剧和流动性收紧导致2020年4季度行业利差水平缩窄；(3) 资产质量下行导致行业坏账率上升，全年的信用成本抬升。

五、资本充足性

股东实力较强的融资租赁公司通过内源积累以及股东增资推动资本充足性维持较好水平，中小型租赁公司由于盈利减弱和资产质量下行导致资本补充压力增加

融资租赁公司资本补充渠道以利润留存、股东增资为主，其他资本补充方式较少。截至2020年8月末，有平安租赁、远东租赁、中航租赁、环球租赁、国泰租赁、华能天成租赁和大唐租赁7家租赁公司发行了可续期公司债券，共计12笔合计规模173.60亿元。

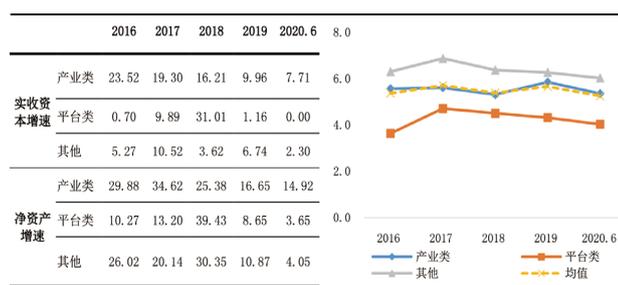
从各类型租赁公司资本充足性情况来看，其他类型>产业类>平台类，具体看：(1) 近年来产业类租赁公司股东增资表现出持续性，样本中每年有70%左右会进行增资，同时随着盈利的增长，其资本实力持续提升，杠杆倍数处于样本均值水平；(2) 大部分平台类租赁公司成立时间较短，业务开展不足，近几年仅有越秀租赁和杭金投租赁进行了增资，整体杠杆倍数较低；(3) 分类为其他的租赁公司杠杆倍数高于均值水平，其中远东租赁、平安租赁实收资本位居行业前列，平安租赁2017年~2019年持续增资，海通恒信通过上市拓宽了资本补充渠道，而渤海租赁净资产和风险资产均持续下行；国金租赁由于盈利减弱导致杠杆倍数持续上升至较高水平、中信富通由于资产质量恶化导致净资产被侵蚀。

2020年，银保监会将融资租赁公司的杠杆倍数（风险资产/净资产）要求调整为8倍，

部分租赁公司存在一定的资本补充压力，部分企业以压规模控制杠杆。其中，截至2020年6月年末杠杆倍数超过8倍的有徐工租赁（9.73倍）、国网租赁（8.62倍）、国金租赁（8.63倍），前两家在2020年进行了资本补充，杠杆倍数相较2019年末已有所压缩；5家产业类租赁公司杠杆倍数在7~8倍，上海大唐租赁杠杆倍数在7.5倍以上，资本安全边界不足。

预计，2020年4季度产业类租赁公司将在股东的持续支持和内源不断积累下，资本充足性得以提升；平台类租赁公司业务增速放缓，杠杆保持在较低水平。而由于股东实力差异、资产质量下行、盈利能力弱导致资本积累减弱的民营中小型租赁公司，将面临资本充足性继续下降的风险。

图表7: 样本租赁公司资本变化(左)以及资本充足情况(右)
(单位: %、倍)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

六、样本融资租赁公司信用风险分析

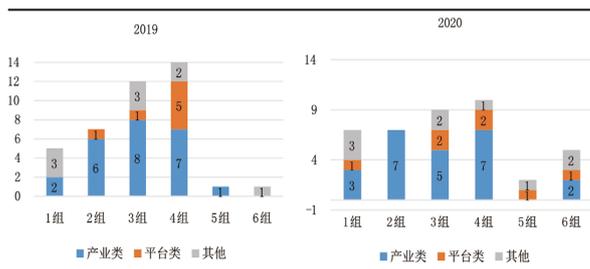
预计央企产业类、头部平台类及第三方融资租赁公司信用质量稳健，中小型融资租赁公司由于资产质量和盈利下行导致信用质量下滑

整体来看，在宏观经济承压、行业监管趋严的背景下，融资租赁公司在盈利、资产质量、流动性和资本充足性等方面短期内承压，且行业分化加剧。产业类和综合实力较强的省市级平台背景租赁公司凭借较强的资本实力和资源优势保持盈利稳定增长，股东持续支持支撑其资本充足性改善；中小型平台类和第三方租赁公司将面临资产和资金端压力，盈利、风险管

理和资本管理承压。

由于行业数据缺失，本文最后通过对前述分析选取的40家发债融资租赁公司样本，并从规模及竞争力、资产质量、流动性、盈利及资本充足性等方面，对样本融资租赁公司的信用表现进行分组，分成6组，各组融资租赁公司在2020年信用表现如下右图所示：

图表8：40家样本融资租赁公司信用质量分布情况（单位：家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

(1) 产业类样本融资租赁公司主要分布于2-4组、3家分布于1组、2家分布于6组，上述样本租赁公司得益于业务资源优势以及较好的风控手段，盈利和资产质量将保持稳健，并在股东的支持下保持较好的流动性和资本充足性，信用质量将继续巩固和强化。其中，6家产业类租赁公司分组上调，主要原因包括：股东进行了资本补充，集团业务和市场化业务持续拓展；资产质量处于较好水平，盈利表现较好。但有2家产业类租赁公司由于客户主要集中在传统的设备制造等领域，在宏观经济承压背景下出现逾期资产上升较快，盈利下滑等问题，信用表现有所下行，被分为6组。

(2) 平台类样本融资租赁公司有4家分布于3组和4组，各有1家分布于1组、5组、6组，信用质量相对稳健。其中，省级和综合排名靠前的市级政府控股的2家样本租赁公司在增资、融资和业务拓展获得股东的支持，2020年上半年盈利提升明显，上述2家样本企业信用表现分别由2组上调为1组，由4组上调为3组。

但也有2家地方政府控股的租赁公司由于业务竞争力较弱，不良率偏高，近年来业务规模持续收缩，盈利表现较差，信用表现下行，由4组下调分别为5组和6组。

(3) 归类为其他的样本融资租赁公司主要分布于1组和6组，信用质量分化明显，2020年分类为5-6组的样本数量增加。其中，2家租赁公司由于疫情影响导致承租人风险加大，不良率抬升明显，大量拨备计提导致经营下滑或经营亏损，信用表现下行，分别由3组下调为6组，4组下调为5组。再加上股东流动性持续减弱，渤海租赁融资受阻，存续债券出现展期，预计信用表现仍会下行。■

附件一：样本融资租赁 2019 年主要财务数据（按资产规模降序排列）（单位：亿元、%、倍）

组别	公司简称	资产规模	不良率	流动比率	净利润	净资产收益率	净资产	风险资产/净资产
1 组	远东租赁	2441.78	1.10	1.11	58.76	12.22	475.86	4.94
	平安租赁	2544.87	1.10	1.12	44.39	13.29	376.03	6.49
	环球租赁	569.14	0.90	1.13	16.95	13.40	143.05	3.76
	海通恒信	990.47	1.08	1.11	13.55	9.51	152.90	6.12
	芯鑫租赁	513.78	0.57	1.52	5.54	4.53	129.83	3.53
	越秀租赁	466.83	0.26	1.13	7.85	9.31	87.76	5.02
	中电投租赁	601.22	0.58	0.80	7.07	9.77	82.49	7.11
2 组	中航租赁	1487.56	1.27	0.81	17.11	9.86	211.36	6.79
	中交租赁	412.79	0.04	0.93	3.86	5.11	85.17	4.72
	华能天成租赁	334.21	0.00	0.81	4.38	9.01	49.87	6.42
	国控租赁	302.88	0.59	1.09	5.94	14.61	45.98	6.03
	华电租赁	245.89	1.25	0.69	3.19	10.18	32.54	7.17
	大唐租赁	307.05	1.03	0.50	5.43	8.13	82.68	3.59
	中远海运租赁	355.51	1.18	1.03	4.58	9.54	50.35	6.74
3 组	中建投租赁	409.81	1.40	1.05	4.71	9.91	49.91	7.72
	国泰租赁	249.87	1.89	1.16	4.42	6.35	73.63	3.08
	华润租赁	201.65	0.03	0.72	2.36	8.85	30.36	5.86
	中广核租赁	152.82	0.97	0.91	1.94	8.29	24.36	6.17
	中飞租赁	303.77	0.00	0.51	1.47	2.49	62.61	4.60
	青岛城建租赁	160.68	0.31	0.87	3.54	13.88	27.27	5.67
	国电租赁	138.87	0.00	0.11	1.56	4.74	32.95	4.12
	狮桥租赁	222.08	1.11	0.98	2.29	8.02	32.34	6.33
	国网租赁	685.30	1.21	0.09	2.37	4.45	67.86	9.95
4 组	安吉租赁	172.28	1.15	0.77	0.97	3.74	26.47	6.13
	杭金投租赁	60.85	0.66	1.18	1.39	9.88	14.70	4.04
	康富租赁	315.11	2.46	0.81	3.80	9.37	40.64	7.53
	北京文科租赁	136.07	1.22	1.55	2.64	7.17	38.73	3.21
	国药租赁	108.62	0.12	0.89	1.48	11.85	13.11	7.68
	上海大唐租赁	141.56	3.11	0.58	1.14	6.68	16.95	8.21
	天津太钢租赁	22.97	0.00	3.08	0.49	4.09	12.11	1.87
	银海租赁	59.23	0.45	1.03	1.04	7.35	14.28	3.97
	君创租赁	131.54	1.42	0.98	2.02	7.78	26.72	4.61
	国金租赁	135.34	1.77	1.05	1.56	10.53	15.08	7.81
5 组	悦达租赁	51.68	2.94	0.85	0.77	7.73	10.31	4.85
	聚信租赁	117.05	1.96	0.89	2.40	13.66	18.09	6.08
6 组	晨鸣租赁	170.74	6.34	0.50	3.21	3.28	99.61	1.58
	徐工租赁	127.25	1.09	0.70	0.11	1.13	9.38	13.20
	粤科租赁	42.01	1.50	1.83	-0.22	-4.26	9.69	3.62
	渤海租赁	2655.37	-	0.61	-25.36	-13.79	545.77	4.72
	中信富通	29.69	32.15	0.44	-10.36	-	-	-

注：晨鸣租赁不良率为逾期资产占比口径。

“三道红线”确立地产融资长效机制，对弯道超车按下暂停键

文 | 工商企业二部 谢瑞 谷建伟

一、前言

在新冠肺炎疫情的影响下，房企经历了销售回款及投资建设力度的显著下降，但同时也得到了部分“渡难关”政策的托底，在偿债压力叠加经营风险加剧的情况下，房企融资环境在上半年有所改善，融资成本的下行和融资规模的增加帮助房企渡过疫情难关，但随之而来的是在行业普遍回暖的情况下，前期融资规模的增长加重了房企债务负担，从而加剧了信用风险的暴露。目前，随着国内疫情得到有效控制，为维持房地产行业“三稳”预期，加快行业长效机制的落地，控制房企债务压力和信用风险，国内房企融资环境边际收紧，以“三道红线”为主的融资政策的出台势必将对房地产行业产生很大影响。

8月20日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，并将碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城作为试点企业，研究进一步落实房地产行业的长效机制。那么“三道红线”新规影响几何？本文将从对房地产行业基本面和房企的影响进行具体分析。

二、“三道红线”对房地产行业基本面的影响

政策面左手“去泡沫”，右手“稳投资”，“三道红线”打破房地产周期论，确立了地产融资长效机制

今年4月政治局会议重提“房住不炒”，5月政府工作报告在“房住不炒”的基础上增加“因城施策”，7月中共中央政治局会议重申：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。疫情以来至4月份，多个城市密集出台稳楼市政策扶持房地产企业“渡难关”，但倾向于支持供给端，缓解了房企资金面压力；此后向户籍、土地等长期改革层面转变，有助于项目错峰入市，维护市场平稳；随着疫情压力的逐步释放，销售和投资显著回暖下，带动土地市场热度提升，深圳、宁波、南京等部分热点城市调控政策有所收紧，酝酿已久的“三道红线”也随之而来。

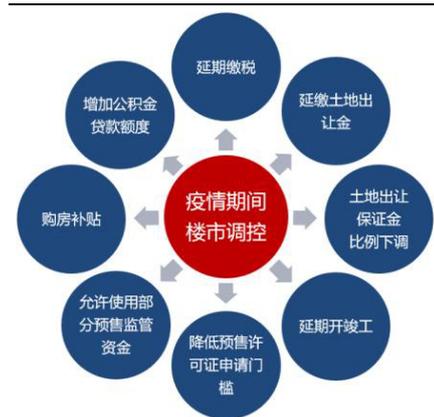
从2008年以来几次地产周期来看，地产政策由收紧转向宽松的信号为：商品房销售面积增速大幅走负、土地溢价率低于5%，代表地产基本面变差，政策面开始转向宽松。销售及土地基本面在2018年以来已整体稳定，2020年疫情得到有效控制、地产基本面刚恢复稳定，“三道红线”则随之而来，确立了融资管理长效机制的落地，将熨平房地产周期。预计“一城一策+松紧结合+高频微调”是促进地产行业健康稳步发展的重要方式。

图 1: 2008 年以来房地产调控周期情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图 2: 疫情期间部分稳楼市政策



资料来源: Wind, 东方金诚整理

我国住宅已告别短缺、置业人口触顶下滑、按揭投放趋稳，需求侧中长期稳中偏弱，是长效机制趋势确定的核心理由，“三道红线”下 2020 年销售面积预计同比持平

需求侧中长期稳中偏弱，为长效机制趋势确定的核心理由。房地产需求端来源于消费者和购买力，消费者主要来源于置业人口、人口迁移、住房结构及消费升级。置业人口方面，国内 15 ~ 64 岁人口于 2014 年起触顶缓降，将于 2028 年开始加速下滑；人口迁移方面，2019 年我国城镇化率已达 60.60%，根据政府工作报告，预计未来十年年均提升 1%，年均 1300 万农村人口转变城市人口，带来购房需求，但难以带来增量需求；住房结构及消费升级方面，我国 2018 年住房套户比为 1.09，虽低于发达国家美国和日本的 1.15 和 1.16 套户比，但已基本告别短缺。购买力方面，按揭投放及房贷利率

趋稳、居民部门杠杆率接近 60%、可支配收入稳定增长、房价整体稳定，购买力预计逐年稳中有增。

“三道红线”对销售端影响有限，主要体现在部分房企不得不将销售回款作为降杠杆和业务扩张的主要动力，短期内加快推盘回款以降低项目建设及土地购置对外部融资的依赖程度。2020 年来，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售逐步修复。2020 年 1 ~ 9 月，国内商品房销售面积为 11.71 亿平方米，累计同比下降 1.80%，但已连续 7 个月累计同比增速回升；商品房销售额 11.56 万亿元，累计同比增长 3.70%，累计增速自二季度以来持续回升，并于 8 月回正。预计全年销售面积增速在推盘意愿加强下修复至 0% 左右。

图 3: 置业人口及商品房销售面积情况 单位: 亿平方米、亿人

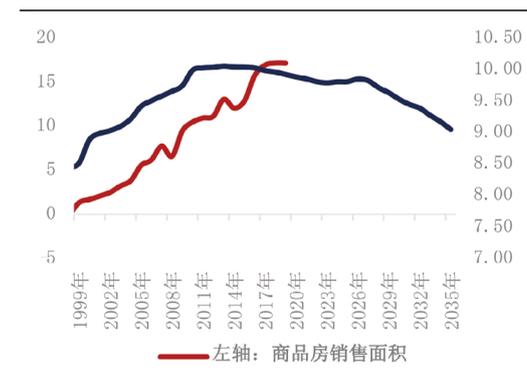


图 4: 全国商品房销售面积及销售额增速 单位: %

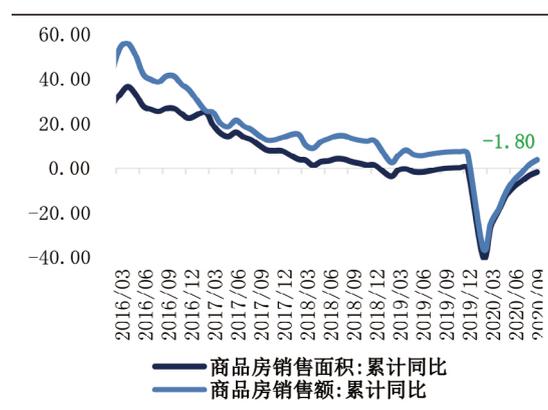
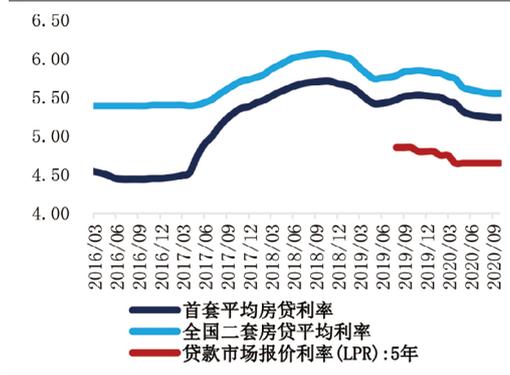


图 5: 新增个人住房贷款 单位: 万亿元、%



图 6: 房贷利率与 LPR-5 年 单位: %



资料来源: Wind, 东方金诚整理

“三道红线”确立了融资管理的长效机制，为供给侧中长期稳定提供支撑，在融资受限导致建安及拿地支出缩减下，预计 2020 年投资增速为 7.1% 左右

供给侧“三道红线”确立了融资管理的长效机制，对房地产投资影响将较为显著。房地产投资主要来源于建筑工程、其他费用（主要为土地购置费）和安装工程，2019 年分别占比投资总额的 57%、37% 和 5%。近年来，建筑工程与房地产开发资金来源的增速基本趋同，土地购置资金亦主要来源于融资及回款，融资管理长效机制的建立让供给侧与需求侧中长期的发展趋势相同，除去通货膨胀的影响下，预计实际投资中长期稳中偏弱。

2020 年前三季度，国内房地产开发投资完成额 10.35 万亿元，同比增长 5.60%，累计增速

同比下降 4.70 个百分点，主要是疫情影响所致，但作为链接国内大循环的关键齿轮，随着国内房地产项目有序复工，上半年宽信用下，累计增速自 4 月以来持续回升。融资收紧对行业的影响首先体现在土地市场方面，将抑制房企拿地意愿及拿地能力，出于优化财务杠杆的考虑，房企四季度或将减少购地支出，土地市场预计将出现降温，整体溢价率有望下行。全年来看，融资收紧、滞后支付的低位购地款贡献降低等对投资增速形成拖累，全年增速预计为 7.1% 左右。

图 7: 全国房地产开发投资增速 (亿元、%) 单位: 亿平方米、亿人

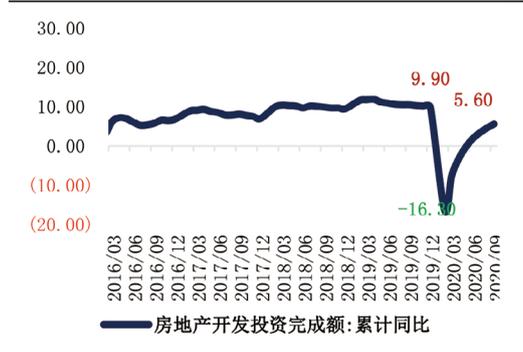


图 8: 房地产开发投资完成额来源 (%) 单位: %

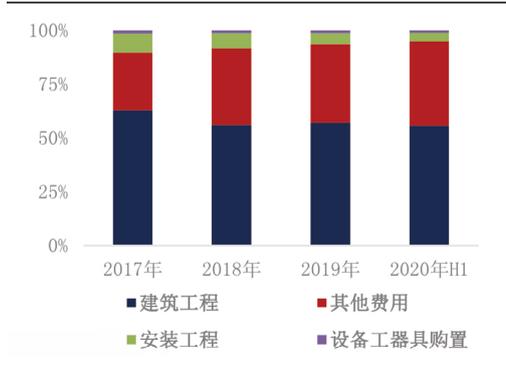


图 9: 房地产开发资金来源及建筑工程增速 单位: %



图 10:2020 年全国房地产开发投资增速预计 单位: %

其他费用 建筑工程	悲观 (5%)	中性 (8.5%)	乐观 (13.5%)
5%	4.7%	6.0%	7.8%
6%	5.3%	6.5%	8.4%
7%	5.8%	7.1%	8.9%
8%	6.4%	7.7%	9.5%
9%	7.0%	8.2%	10.1%

资料来源: Wind, 东方金诚整理

三、“三道红线”对房企的影响

“三道红线”科学合理, 满足“稳投资”、“去泡沫”双向要求, 合理考虑了行业降杠杆的连贯性及承受能力

据媒体报道, 监管部门设置“三道红线”控制房地产企业融资规模, 包括剔除预收资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍。再分为“红、橙、黄、绿”四档, “三线”均超出阈值为“红色档”, 有息负债规模以某一时点为上限, 不得增加; “二线”超出阈值为“橙色档”, 有息负债规模年增速不得超过5%; “一线”超出阈值为“黄色档”, 有息负债规模年增速不得超过10%; “三线”均未超出阈值为“绿色档”, 有息负债规模年增速不得超过15%。

对比往年融资管控, “三道红线”更加科学合理, 旨在控制房地产企业有息负债规模、降杠杆, 防范行业资金风险。一方面, 根据154家样本发债房企数据统计, 2016年以来发债房企的合计有息债务增速由33.95%降至2019年的12.25%, 2020年上半年增速为12.86%, 已经进入“四档试点”的0%~15%区间内, 合理考虑了行业降杠杆的连贯性及承受能力; 另一方面, “三道红线”剔除预收资产负债率、净负债率和现金短债比的要求并不高, 均弱于发债房企中位数, 满足“稳投资”、“去泡沫”双向要求, 精准打击激进房企。

图 11: 样本发债房企合计有息债务 单位: 亿元、%



图 12: 样本发债房企剔除预收资产负债率 单位: %



图 13: 样本发债房企净负债率 单位: %

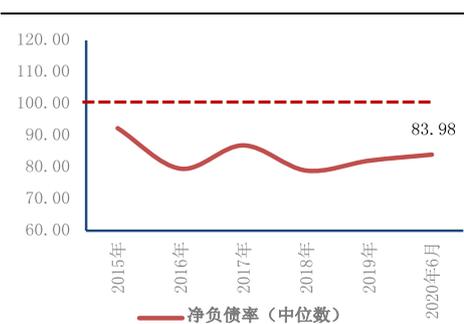
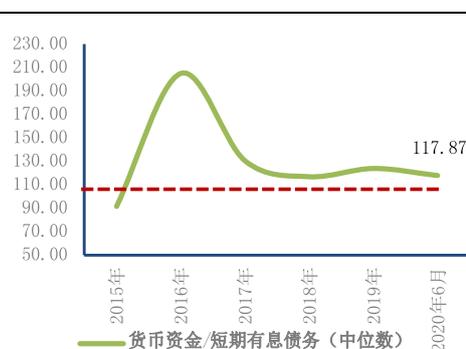


图 14: 样本发债房企货币资金 / 短期有息债务 单位: %



资料来源: Wind, 东方金诚整理

有息债务规模增速放缓, 企业发展将更依赖自身造血能力, 不再规模为王, 注重运营质量和利润, 弯道超车将难以实现

若“三道红线”政策加快出台，房企融资总量将受到限制，扩张速度整体进一步放缓。债务杠杆率高的房企债务将很难实现增长，即使三道红线均未超出阈值的“绿色档”，负债增速也不得超过15%，控死了房企的增速，行业格局将相对固化，弯道超车将难以实现。

若“三道红线”政策与2020年严格执行，根据154家样本发债房企“四色打分卡”测算情况，可新增债务总额大幅减少，不同档位房企融资压力有所分化。样本房企2019年合计新增债务7201亿元，2020年可新增债务上限大幅减少至3060亿元。其中，其中绿色档60家，整体不受影响，可新增债务大幅高于2019年新增债务总额；黄色档42家，主要踩线现金短债比，部分“低杠杠”房企近年开始加速举债，2019年新增债务2626亿元，2020年可新增债务降至666亿元，通过举债来弯道超车将难以实现；橙色档20家，半数为国企，近年来已开始降杠杠、稳规模，2019年新增债务仅260亿，整体延续降杠杠态势；红色档32家，2019年新增债务达2982亿元，2020年已不能新增债务，降杠杠及偿债压力加大。

表1：154家样本发债房企“四色打分卡”情况

四色打分卡	数量 (家)	占比 (%)	2019年新增 债务(亿元)	2020年可新增 债务(亿元)
绿色档(0条)	60	39%	1333	2189
黄色档(1条)	42	27%	2626	666
橙色档(2条)	20	13%	260	448
红色档(3条)	32	21%	2982	-243
合计	154	100%	7201	3060

资料来源：Wind，东方金诚整理

整体看来，房企被迫要进行债务结构和债务规模的调整，一方面，控制借贷规模，降低有息债务及财务杠杆，减少表内债务压力；另一方面，用期限相对较长的债务来替换短期有息债务，降低短期债务压力，优化债务结构。在此情形下，房企规模扩张将更多依赖于自身的造血能力，更加注重运营质量而非“规模为王”，房地产项目的销售回款将成为主攻方向，业务扩张对外部融资的依赖程度将有所减弱。房企的短期债务压力、财务杠杆都将整体下行，房企资产负债结构

将更为健康。

企业间分化加剧，财务杠杆率高、土地储备不佳、回款率低的房企信用面临更高的信用风险，短期内部分房企再融资将有所承压

“三道红线”将加速房企之间的分化程度，对于权益占比高、杠杆率低的优质房企而言，政策对其限制程度相对较低，企业仍然可以享受一定的融资红利，依然可以依靠一定程度的外部融资来扩张业务规模，同时，也为加大股权合作开发力度，降低权益比例留下了空间。

相对而言，对于“三道红线”不达标的高杠杠经营房企，未来发展则困难重重，一方面，融资环境的收紧对其债务规模的增加提出了明确限制，其新增债务多将用于借新还旧，依靠融资来进行土地获取及业务扩张的可能性降低；另一方面，对于部分土地储备不佳、面临补库存压力的房企而言，融资能力的减弱迫使其业务扩张只能依靠于自身的销售回款，而土地储备规模较小或变现能力较差、项目周转慢的房企，短期内很难通过销售回款的提升来增强其对债务的保障，若采用打折促销的方式，也将削弱其利润空间。

总之，房企间强者恒强的趋势将更加显著，杠杠率低、土地储备质量好的房企将凭借政策空间进一步提高竞争力及市占率，而“红线企业”在融资规模受限的情况下业务扩张将受到制约，若其土地储备规模较小且变现能力弱，或将导致其项目施工进度停滞、债务偿付压力加大，存在信用质量下降的风险。■

债券通交易日趋活跃 “南向通”运行 大有可期

文 | 国际团队负责人 常征 研究发展部 丛晓莉

背景

香港金融管理局发言人12月2日表示，香港金管局与中国人民银行正在展开“债券通”南向通的框架性方案研究工作，双方将合作成立工作组推动研究工作，并适时与业界沟通。

2017年7月“北向通”运行以来，债券通运行平稳，交易活跃。截至2020年11月末，债券通服务范围已扩展至全球34个国家和地区，债券通账户数量增至2307个入市投资者。从二级交易量来看，2020年11月，债券通单月总成交额达到4850亿元，交易日趋活跃。

境内投资者的全球债券配置需求日益提升

在投资环境日益复杂、全球资本市场波动性增大的时期，由于不同市场环境和经济周期的差异，对于境内投资者来说，实现全球范围内的债券配置，有助于降低整体资产组合的风险并提高收益。与此同时，海外资产投资的类别品种、工具和期限品种繁多，可满足多元化的配置策略，因此中资机构逐渐成为海外债券市场尤其是美元债市场的主要参与者。

目前海外债券市场主要分为两类：一类是外币债券，美元债、欧元债等，中国企业在香港等地也发行了规模不小的美元债券；另一类是境外的人民币债券市场，伴随香港的全球离岸人民币业务枢纽地位不断巩固，近年来香港

离岸人民币资金池规模基本稳定。截至2020年7月末，其离岸人民币资金池规模约6,992亿元人民币，是全球最大的人民币离岸市场，香港与内地的资本市场互联互通项目也得到国际投资者青睐。

目前，境内投资者跨境进行海外资产配置的渠道主要包括：沪港通，QDII基金，私募QDLP基金，挂钩海外资产的结构化产品等投资海外基金。目前境内资金仅能通过QDII（合格境内机构投资者）和RQDII（人民币合格境内机构投资者）透过购买债券基金的方式来投资海外债券市场。近两年来，多家境内机构获批QDII额度。据万得资讯数据，截至2020年12月2日，301只QDII基金（份额分开计算）中，有74只债券型QDII基金，债券总基金规模达441.09亿元，其中，66只产品回报率为正。从整体回报率来看，博时亚洲票息人民币回报率最高为67.61%。从各类机构最新的QDII额度来看，保险公司及保险资管公司、以及基金公司和理财公司获批的额度最高，分别占总额度的31%和37%左右。

开通南向通对投资者和中介机构均具有重要意义

“南向通”是指开放境内投资者投资和交易在香港债券市场发行流通的债券。在“北向通”成功运行的基础上，“南向通”顺利落地

将有多重重要意义。

一方面，开通南向通为境内投资者提供了又一个资产全球化配置途径，也有助于境内投资者利用香港市场在全球范围内管理和对冲信用风险。内地投资者可以在港交所自由选择债券交易品种，并决定交易时机。目前香港债市规模超过4000亿美元，对境内投资者来说可以增加海外投资渠道，促进对外投资结构多元化，同时也能有效利用香港债券市场实施“一带一路”相关投资。

另一方面，开通南向通意味着内地和香港双向互联互通真正实现，这将推动两地加大跨境监管合作，促进市场监管标准的逐步趋同，进一步提升境内债券市场结算登记、信用评级、信息披露等相关制度的国际化，也有助于促进其他中介机构，如咨询机构、法律机构等的国际化布局，使业务范围进一步和国际接轨，增强其满足日益国际化、多样化、系统化、高层次的服务需求能力。

此外，在构建金融双向开放新局面的过程中，开通南向通将向外界传递在国内新发展格局下实现更大范围对外开放的决心和信心，其不仅是金融对外开放的一项制度安排，也有助

于巩固香港作为国际金融中心的地位。

海外资产配置仍需注意风险防控

由于获取海外信息渠道有限，投资者在进行海外配置时仍需注意把控风险。一是投资决策风险，资产配置要充分考虑自身特点。由于海外市场经济周期、货币政策周期存在差异，资产表现也会存在差异。投资人应建立好投资组合，加大资产特性研究，选好自己的风险收益偏好和流动性需求匹配的投资领域，选好投资方式，最大程度地进行风险分散。

二是市场变化风险。需要根据市场选择投资时机。目前全球市场波动较大，如2020年以来债券型QDII基金的加权平均回报率为0.91%，国内债券型开放式基金的加权平均回报率是2.58%；而在2019年，QDII债券型基金加权平均回报率高达9.18%，国内债券型开放基金的回报率为3.71%。可见市场时机对投资回报的影响较大。目前全球央行宽松政策持续，一些海外债券价格存在高估的情况，因此配置要谨慎选择时机。

三是管理好货币风险。海外债券投资以外币计价，这就存在一定的汇率风险，也会在一



一定程度上加大投资组合的风险。因此在搭建投资组合之外，也要适当选择汇率对冲工具，锁定投资收益。

在扩大金融业双向开放的同时，我们认为监管层也将强化跨境资本流动的宏观审慎管理，注重国内监管机构之间的协调，加强与国际监管机构的合作，对外汇流动实施动态监管和风险预警，防止非理性的跨境资本流动行为对我国宏观经济稳定造成冲击，避免引发系统性金融风险。

对于金融机构来说，考虑到目前全球政治经济仍面临较大不确定性，国际金融市场波动亦不排除上升可能，境内机构的投资管理及风险管理显得至关重要。金融机构应审慎经营决策，在初期聚焦中低风险和非复杂性产品，同时促进产品多元化布局，持续优化境外资产配置，循序渐进地开展境外业务。

另外，在增强防风险能力的同时，金融机构也应提高服务的支撑能力，包括：1) 提高对海外市场经济周期和风险的研究，拓展投资人对海外信息的获取路径；2) 深化金融产品创新，研究海外资产保值和风险对冲理财产品及衍生品，提供更加多样化的投资和风险管理产品；3) 优化内部治理体系，重视风险评估工作，加强合规管理，防范法律风险。

资本市场双向开放持续推进，人民币国际化程度有望提升

今年以来，我国外汇市场总体运行平稳，外汇储备规模保持基本稳定。截至10月末，企业、个人等非银部门跨境资金净流入251亿美元。这为我国进一步扩大金融市场对外开放，包括加快境内资本“走出去”步伐提供了相对稳定、有利的市场环境。在此背景下，开通南向通将有助于推动流出端金融开放，促进跨境资本流动保持平衡。

与此同时，开通南向通将拓展境内外资本

市场流动的渠道，意味着我国资本项目兑换方面的开放更进一步。这不仅能增加海外投资渠道、促进对外投资结构多元化发展，还将提高国民财富配置效率，有助于提升我国资本项目可兑换程度以及金融市场双向开放。

从跨境资金流动的角度看，开通南向通将有助于促进跨境资金双向流动。伴随境内投资者对海外市场的认知能力与投资意愿不断上升，南向通的设立能够为境内投资者提供一个对外投资和全球资产配置的途径。这将鼓励更多私人资金参与国际资本市场投资，根据投资风险偏好选择国内资产和海外资产，切换资产配置方向，一定程度上提升资产配置效率。

从中长期来看，债券市场的进一步开放，有助于增加离岸人民币市场的金融产品，丰富海外市场的投资渠道，扩大离岸人民币市场的规模，这些因素均对人民币国际化有重要推动作用。在目前的国际支付市场中，人民币国际影响力仍然相对较弱。截至2020年6月末，人民币在国际支付货币中占比1.76%，低于美元、欧元、英镑和日元。在全球金融市场动荡调整等外部因素影响下，跨境人民币支付结算和债券市场等金融基础设施仍需进一步完善。由此，开放资本流出限制、促进跨境人民币业务产品创新，是推动人民币国际化的一条重要路径。

近年来，中国开放的大门越开越大，推动开放发展的政策配套不断完善。在全球疫情持续蔓延，保护主义、单边主义抬头背景下，中国债券市场的双向开放持续加速，开放程度不断提高，全球参与者对中国全方位开放不断深化的信心日益增强。

债券市场的开放，将推动相关基础设施机构各项准备工作落实，人民币跨境支付系统和人民币跨境业务政策框架也将不断优化。这有助于推进跨境人民币职能完善，增加人民币跨境使用场景，还将提振跨境资本市场流动，进一步强化我国金融市场开放的广度和深度。■

完善外汇管理免蹈覆辙 东南亚外部信用风险可控键

文 | 研究发展部 谢文杰

摘要：基于东南亚 [1] 国家小型开放性、出口导向等共性，本文以亚洲金融危机为回顾主线，梳理了东南亚国家典型的主权信用风险演化路径，发现外部风险敞口是导致东南亚危机的首要触发变量，并通过国际收支危机——货币危机——金融（债务）危机——经济危机的交差传导路径引发多米诺骨牌效应，间接引发银行等系统性风险。因此，金融危机后大多数东南亚国家都进行了汇率制度的再选择过程，但 2008 年金融危机后这些国家的汇率制度安排又显示出一些新的变化。基于这些新的政策行为，结合对东南亚国家的风险评估体系，我们认为，未来疫情演化下东南亚国家的信用风险并非稳定无虞，但与其他新兴市场国家相比，探索浮动汇率、充足化外汇储备、经常账户盈余、以及改善外债管理等使得东南亚国家外部信用风险已然大大减化，这将支撑我们对其信用风险持有相对可控的预期。

一、东南亚国家信用风险演化路径分析

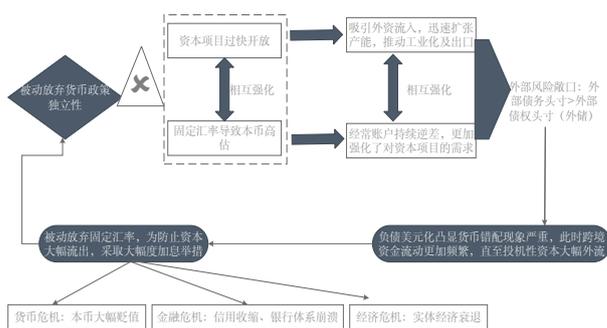
从历史经验来看，98 年东南亚金融危机既是一场国际收支危机，多数国家长期难以摆脱国际收支不平衡的现状；又是一场债务危机，受到冲击的各国借入大量的美元债务，当资金流走、美元升值时严重的货币和期限错配便导致债务危机爆发；也是一场货币危机，在投机力量的集中冲击下，东南亚各国被迫弃守与美元挂钩的固定汇率，货币大幅贬值；接着就是一场经济危机。庞大美元外债、不可维持的经常帐赤字以及僵化的汇率是其危机的根源所在，强美元似乎只是压垮骆驼的最后一根稻草。

其内在经济、金融变量的演变逻辑为：20 世纪 80 年代，为推动出口贸易发展、解决国内资本不足的状况，伴随工业化和金融自由化进程加快，东南亚新兴经济体大都选择“固定汇率 + 资本项目快速开放”的政策框架。在这种制度安排下，与美元挂钩的联系汇率制降低了外资的汇率风险并为贸易结算提供了便利，但不断高估的固定汇率导致了长期的经常项目逆差，并引起外汇储备长期不足。与此同时，东南亚新兴经济体又过度依赖开放的资本账户吸引外资流入以弥补国际收支缺口，并为本国出口加工制造业升级提供资金支持。在外汇储备短缺以及外部融资持续增长的双重风险敞口下，国际资本家“借入本币——外汇市场抛本币买外币——所得外币汇出境外——待贬值后

注：[1] 限于数据及资料的可获得性，以及本文研究目的，所称东南亚国家主要聚焦于东盟中的泰国、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、新加坡 5 国。

购回本币偿还债务”的投机操作模式加剧跨境美元资金流出，并引发“外汇储备锐减——本币贬值——贬值预期强化——外债偿付压力激增”的恶性循环结果，最终随着外储耗尽，各国不得不放弃对固定汇率的坚持，并加强对跨境资金的管控，以货币危机和金融危机收场（图1）。

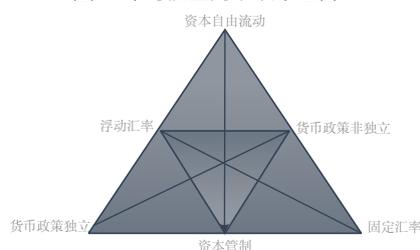
图1 东南亚危机国信用风险演化的典型路径



数据来源：东方金诚制作

从衡量经济体内外政策权衡选择的“不可能三角”来看（图2），20世纪80年代东南亚国家采取的是“资本自由流动 + 汇率强干预 + 让渡货币自主权”的政策组合。危机后，鉴于东南亚危机国彼时金融自由化已经处于进程中，且多数国家资本已经实现自由流动，而浮动汇率是全球多数国家理论上的理想选择，因此，东南亚危机国无一例外均转向“资本自由流动 + 浮动汇率 + 货币政策自主”的政策组合模式，至2005年马来西亚开启汇率制度改革，泰国、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、新加坡等东南亚5国均转向浮动汇率制度，且各国在汇率制度转变后都经历了一定阶段的升值时期，并在08年金融危机前的2005-2007年整体都呈现升值态势。

图2 不可能三角下政策组合



数据来源：东方金诚制作

二、东南亚国家汇率制度再选择及外汇管理

但，2008年金融危机打乱了这一升值进程：随着全球信贷急剧紧缩、实体经济受到严重影响，东南亚国家经济遭受巨大打击甚至出现负增长，虽然各国吸取98年金融危机教训对冲击迅速做出反应，但是各国所采取的财政刺激、灵活外汇政策以及宽松货币政策相互配合的政策组合已经显示出，东南亚5国的汇率制度相对于单纯的浮动汇率制度已发生了显著变化，即多国采取多边的政府干预、资本管制等来保证汇率运行的窄幅波动。从以下数据可以看出：尽管东南亚五国在浮动汇率制度下，汇率波动幅度增大，但波动幅度仍然小于非美国国际储备货币和商品货币国家（表1）。

表1 均实行浮动汇率国家制度转变前后名义汇率波动百分比

	泰国	马来西亚	菲律宾	印度尼西亚	新加坡
汇率制度转变前 1995.8-1997.5	0.3487	0.5373	0.1547	0.4949	0.3903
汇率制度转变后 2004.1-2006.12	1.2662	0.7371	0.9215	1.8972	0.8959
	美元指数	英镑	欧元	日元	澳元
汇率制度转变前 1995.8-1997.5	0.1647	1.5270	—	2.2706	1.3968
汇率制度转变后 2004.1-2006.12	-0.0229	1.9818	1.6199	1.8684	1.9975

数据来源：东方金诚整理计算。

具体实践中，东南亚国家基本采用的是一种“资本管制 + 相对固定汇率 + 货币政策相对独立”的政策模式，这种政策路径已经明显偏离了浮动汇率制度的组合框架，而这种偏离主要是由于实行浮动汇率所要求的经济、金融条件与东南亚发展中国家具有天然的不适应性：首先，东南亚国家多为小型开放经济体，出口商品的结构较为单一，且部分国家依赖大宗商品等初级产品出口，而进口商品多是本国经济发展亟需的技术型产品，由此造成出口供给弹性不足，进口需求的价格弹性也较低，成为国际价格的被动接受者。而浮动汇率的稳定性恰

恰取决于进出口商品供给和需求的弹性，即供给和需求要对价格非常的敏感，如果国际贸易缺乏弹性，那么就必须有较大的汇率变动，才能引起国际贸易流量的足够变动，使得贬值国的出口收入相对于进口支出上升，才能纠正国际收支逆差。因此，实践中，东南亚国家利用浮动汇率变动来促进资源配置和改善国际收支的效果并不明显，反而由于汇率的频繁波动而导致国际商品价格和资本市场价格波动，对企业收益和投资计划造成相当大的影响，使企业不愿意签订长期贸易合同，从而影响贸易投资活动。其次，东南亚国家普遍缺乏选择浮动汇率制度的金融市场条件，浮动汇率下的短期汇率稳定需要成熟的资本市场来保障，但东南亚大多国家的金融市场规模小、证券品种少、对冲工具有限，使得在很多情况下，少数投机者就可以主导市场情绪，左右短期汇率走势。最后，东南亚国家大多有加速发展本国经济的需求，其中货币政策是主要宏观经济调控工具之一，但由于国内金融市场不健全、产业结构不合理等因素的存在，开放资本账户和浮动汇率制度下汇率的内在不稳定性通常会限制东南亚国家货币政策的独立性，使其在经济下行、汇率大幅贬值时期，容易陷入“调升政策利率-稳定汇率但经济收缩”或“调降政策利率-刺激经济但汇率贬值”的两难境地。

由此可以看出，经济国际竞争能力不足、缺乏健全稳定的金融体系使得东南亚国家难以完全贯彻浮动汇率。东南亚国家从危机前的钉住制到危机中的浮动汇率制，以及危机后在对外宣称实现独立浮动的同时实际上推行的是一种钉住制度（相对固定汇率制度）或者窄幅波动的汇率制度，正是反映了传统理论的缺陷和发展中国家在汇率制度选择上的困境。

因此，2008年以后，东南亚国家在选择名义浮动汇率的同时均采取了相应的外部风险管理举措，主要包括外汇干预、外债管理、资本

管制措施：

①**汇率制度实际践行方面**，虽然各国仍然不同程度是以钉住汇率为主，但随着经济发展水平的上升，各国钉住美元的程度均有所弱化，货币篮子中美元权重不断降低，汇率的灵活性也有所增强；

②**外汇干预方面**，东南亚国家政府采用衍生品交易干预、预期干预、资本管理干预等方式干预外汇供求状况以实现汇率稳定的直接目的的同时，干预目标不仅以促进经济稳定增长和金融稳定为主要目的，保持与周边国家相对竞争力的稳定、以及降低与主要贸易伙伴汇率的波动性也是重要的外部考虑因素，如在马来西亚央行每年发布的经济金融发展年度报告中，关注林吉特相对区域货币表现成为必不可少的内容；此外，保证货币市场流动性充裕及维持国内价格稳定成为外汇干预的重要内部考量因素，在东南亚国家，利率、汇率、价格联动机制被充分利用，例如印尼央行在本次疫情冲击后，面对外部资本的撤离，为了保证银行体系和金融市场的流动性，降低贬值预期，印尼央行多次入市干预，并利用外汇回购协议工具，使拥有外币计价资产的银行可以通过该窗口将外币资产抵押给央行而满足其外汇流动性需求；

③**外债管理方面**，东南亚自亚洲金融危机后都进行了大规模的减债过程，其中主要是减少以美元为标的的外债，减债幅度区间虽然各国不一，但外汇储备/外债，和外汇储备/短期外债的比例均不同程度上出现下降（表3），并通过累计可观的外汇储备、降低对IMF援助的依赖、达成清迈协议框架和多边货币互换协议、发展本币债券市场等建立缓冲机制，使得外部风险敞口改善，这使得如若出现美元升值的情景时，市场虽有忧虑但会大大降低恐慌情绪和投机冲击；

④**资本管制方面**，各国不仅保留国际储备

进行公开市场操作以应对外来经济冲击，将其汇率波动维持在经济可承受范围内；在IMF所列11大类跨境资金流动项目中，东南亚国家均存在一定程度的资本限制，从具体项目来看，东南亚5国几乎对于房地产交易、境外直接投资、证券市场投资方面都有明确的资本限制要求；其次是对于货币市场、衍生品投资、集体投资证券以及金融信贷方面的资本限制。从具体国家来看，除了新加坡属于发达经济体且金融体系发达，具备最大化执行浮动汇率政策组合的条件，所以资本流动自由化程度较高，仅在担保品和不动产交易方面有所限制，除此之外，东南亚其他4国对资本流动的管制比例超过80%。实践证明，资本管制严格的国家由于对外资设置较高的进入门槛，可以在一定程度上降低国际游资的投机行为，减少市场的非理性冲击，防止风险和危机的进一步恶化（表2）。

表2 东南亚国家汇率制度及外汇管理设置情况

	泰国	马来西亚	菲律宾	印度尼西亚	新加坡
98年前汇率制度	固定	管理浮动，实质钉住美元	单独浮动，实质钉住美元	管理浮动，实质钉住美元	固定
98年后汇率制度	浮动，钉住篮子货币	浮动，钉住篮子货币	浮动，钉住篮子货币	软钉住，钉住篮子货币	浮动
汇率政策目标	经常项目平衡	经常项目平衡	经常项目平衡	实际汇率稳定	物价稳定
经常账户	开放	开放	开放	开放	开放
资本账户	开放	开放	开放	开放	开放
资本账户限制项目设置情况					
资本市场证券	✓	✓	✓	✓	✗
货币市场工具	✓	✓	✓	✓	✗
集体投资证券	✓	✓	✓	✓	✗
衍生工具及其他工具	✓	✓	✓	✓	✗
商业信贷	✗	✓	✓	✓	✗
金融信贷	✓	✓	✓	✓	✗
担保保证、备用融资便利	✓	✓	✓	✓	✓
直接投资	✓	✓	✓	✓	✗
直接投资清盘	✗	✗	✗	✗	✗
不动产交易	✓	✓	✓	✓	✓
个人资本交易	✓	✓	✓	✗	✗
未设置资本限制项目	2	1	1	2	9

数据来源：IMF、东方金诚整理。IMF分类结果截止2019年底。

三、疫情下东南亚国家外部信用风险再评估

疫情新常态下，新兴市场国家汇率等外部风险频繁凸显，东南亚国家也难以避免，除了

本身经济结构的脆弱性导致经济收缩外，资本外流、外储消耗、本币贬值等均表明东南亚国家的外部信用风险则是导致风险扩大和风险传染的首要触发变量。基于以上对东南亚国家信用风险典型信用风险演变路径的分析，以及东南亚国家在危机后探索浮动汇率、累积外汇储备、改善外债管理等方面的改善，为了更好地揭示东南亚国家在新兴市场国家中的风险排序，我们选取了除东南亚外的15个国家作为参照系来横向对比，并对不同刻度的国家进行风险排序以体现东南亚国家所处的风险位置（表3）。

① 疫情防控风险：

高风险	中风险	低风险
印度、巴西、阿根廷、俄罗斯、墨西哥、土耳其、南非、波兰、捷克、哥伦比亚、智利	马来西亚、印尼、菲律宾、蒙古、哈萨克斯坦、乌克兰	中国、泰国

随着全球疫情二次反弹，截至10月中旬，累计病例方面，印度、巴西、俄罗斯、阿根廷均达到百万级，且仅次于全球疫情最严重国家美国，哥伦比亚、墨西哥也接近百万且处于全球疫情最严重的十个国家之列；每日新增病例方面，印度、巴西、阿根廷每日新增均在万人以上，俄罗斯、波兰、捷克新增病例也排在全球前十；各国医疗水平及应对能力方面，南非、印尼、土耳其、墨西哥、印度，每千人的医生、护士、病床都不足一人，巴西、俄罗斯不足十人。综合累计、新增病例以及各国医疗状况等情况来看，当前新兴市场国家的疫情情势不容乐观，除中国、泰国疫情得到基本控制尤其中国在全球抗疫层面效果显著外，大部分新兴经济体医疗资源薄弱，人口相对密集，如果疫情持续，预计防控难度将加大，其中印度、巴西、阿根廷、南非等国不仅疫情情势严峻，且医疗资源最为薄弱，俄罗斯、墨西哥、土耳其疫情演化速度较快，目前尚未有趋缓迹象，均属于疫情风控高风险国家；马来西亚、印尼、菲律宾等国虽然面临一定就医需求缺口，但得益于全球二次

疫情波及程度较小、前期疫情防控成效基本属于维持状态，所以归于中风险国家。

② 经济外部失衡风险：

高风险	中风险	低风险
巴西、墨西哥、土耳其、哥伦比亚、南非、乌克兰、蒙古	印度、阿根廷、菲律宾、印尼、捷克、哈萨克斯坦、波兰、智利、俄罗斯	中国、泰国、马来西亚

对比新兴市场各国的经济结构特征，多数国家都以资源型大宗商品贸易为主，对出口贸易、旅游业、服务业等依赖程度较大，新冠疫情后全球范围内的封锁措施，供需两弱局面尤其是外部需求不足冲击使得新兴市场面临经济失衡风险。贸易盈余/GDP方面，菲律宾、土耳其、印度、南非、哥伦比亚、墨西哥、印尼、阿根廷均处于赤字状态，且智利、哥伦比亚、俄罗斯、阿根廷、巴西、印尼、南非等国的大宗商品出口占比超过50%，在国际油价为代表的大宗商品价格深跌，全球出口需求不振的状况下，这些国家的经济对外失衡特征将加剧；从旅游业/GDP比例来看，土耳其、墨西哥、菲律宾、南非、马来西亚等国家旅游业对经济的贡献程度较大，这些国家的旅游业在国际旅游业在全球封锁措施影响下首当其冲；此外，墨西哥、巴西、南非等国服务业占比超过60%，在本国经济结构中的比重较为突出，在经济封锁状况下，服务业受到较大冲击将拖累经济表现。因此，综合贸易盈余、大宗商品出口占比、旅游业、服务业等因素评估，巴西、墨西哥、土耳其、墨西哥等国家经济遭受深度萎缩的可能性较大；在中国经济稳步恢复及复苏预期趋稳的带动下，泰国等东南亚部分国家也跟随复苏步伐，目前经济处于稳步恢复过程，经济衰退风险正趋于边际减弱。

③ 汇率及货币风险

高风险	中风险	低风险
南非、巴西、墨西哥、土耳其、哥伦比亚、俄罗斯、阿根廷、智利、蒙古、乌克兰、印度	印尼、马来西亚、菲律宾、捷克、哈萨克斯坦、波兰	中国、泰国

疫情后，美元指数升值期间，新兴经济体货币均不同程度上遭遇大幅度贬值，截至8月底，新兴货币贬值幅度在5%-25%之间宽幅震荡，其中南非兰特、巴西雷亚尔、墨西哥比索贬值幅度高企至20%以上，哥伦比亚比索、俄罗斯卢布、土耳其里拉贬值高达15%以上；且从主要新兴经济体的资本流出规模看，印度、印尼、巴西流出规模在百亿以上，墨西哥、南非、土耳其等也处于流出状态；在资本账户限制方面，印度、巴西、南非、印尼、马来西亚、菲律宾、哥伦比亚、墨西哥限制较多，IMF所列11大类跨境资金流动项目中限制项目占比基本为8-10项，阿根廷、俄罗斯、土耳其、智利限制较少，限制项目平均为5-6项，尤其是阿根廷仅对直接投资和不动产交易进行了限制，缺乏资本管制的制度安排，导致在面对突发风险事件时，非理性恐慌放大外汇和货币风险。因此，综合货币贬值及波动幅度、资本流出规模、资本账户管制程度等因素评估，巴西、俄罗斯、墨西哥、阿根廷、土耳其、智利的货币风险较大。此外，疫情期间，跟随美联储降息，多数国家频繁采取金融管控、贸易限制以及持续宽松货币政策等都将逐渐压缩新兴市场国家未来的政策空间，结合目前各国通胀及货币政策目标来看，未来这些脆弱国家的货币政策可能大多都更为被动，这也将加大汇率风险爆发的可能性。

④ 债务风险

高风险	中风险	低风险
阿根廷、智利、土耳其、南非、蒙古、哈萨克斯坦、乌克兰、哥伦比亚	巴西、印度、俄罗斯、墨西哥、印尼、马来西亚、菲律宾、捷克	中国、泰国、波兰

新兴市场国家在08年金融危机后都不同程度上进入大规模减债阶段，其中东南亚国家的外债规模已经出现实质性下降，不过由于外债大于外储的风险敞口持续存在，此次受疫情冲击，多数国家经济衰退，主权信用风险也呈现出负面迹象，受此影响，外部融资成本不断攀升，未来融资难度加大。外债/GDP方面，智

利、马来西亚、阿根廷、土耳其、南非外债比例均超过 50%，如果以外债 / 外汇储备来衡量，土耳其、智利、阿根廷、南非、印尼、哥伦比亚均处在 3 倍以上，墨西哥、马来西亚、巴西、印度、菲律宾、俄罗斯也在 100% 以上，显示外部债务风险的存在；在衡量一国信用扩张、债务累积程度的信贷缺口方面，印尼、阿根廷、墨西哥、哥伦比亚信贷扩张快，信贷缺口已经达到 10%，显示这些国家债务累积风险较高；最后，从融资成本维度的十年期国债收益率来看，阿根廷高达 30%，土耳其、南非也都超过了 10%，巴西、哥伦比亚、俄罗斯、印度、印尼也在 7%-8% 之间徘徊，且疫情发生后部分国家十年期国债收益率的变动也较快，这些国家融资成本的高企可能会引发债务偿还的流动性风险，并通过利率的边际变化来推升主权债务违约风险。综合外债水平、信贷缺口、融资成本来看，阿根廷、智利、土耳其债务风险最大，其中阿根廷已经陷入违约境地且目前主权债务重组陷入困境，未来随着疫情演化，新兴市场国家的违约概率将会增加。

综上，随着疫情风险演化，新兴市场各国经济衰退风险、汇率风险以及债务风险交织演化，阿根廷、智利、菲律宾、土耳其、哥伦比亚、南非的信用风险最高；东南亚国家的疫情防控风险、经济脆弱风险、汇率风险、债务风险在新兴市场国家中基本处于中低层次，基本维持可控预期。

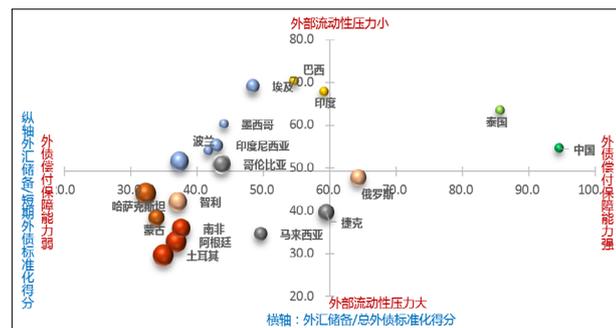
表 3 19 个新兴市场国家外部风险评估体系

国家	经常项目直接投资平衡比GDP	名义汇率变异系数	总外债比GDP	外汇储备比总外债	外汇储备比短期外债	风险暴露点
	标准化分数	标准化分数	标准化分数	标准化分数	标准化分数	(个)
中国	54.41	49.39	57.60	94.55	54.71	0
泰国	70.64	52.46	55.81	85.65	63.49	0
波兰	50.27	49.55	51.99	41.64	54.08	1
马来西亚	60.55	53.26	52.85	49.58	34.62	1
印度尼西亚	47.40	51.57	55.38	42.92	55.33	2
菲律宾	56.19	52.39	50.84	48.99	57.22	2
印度	47.61	48.11	57.21	61.57	67.89	2
巴西	48.13	39.85	55.69	54.60	60.40	2
墨西哥	48.85	51.18	54.92	44.05	60.35	2
捷克	56.02	50.76	49.87	59.47	39.65	2
俄罗斯	60.39	45.91	56.08	64.29	47.80	2
蒙古	51.17	52.34	33.86	33.86	38.39	3
智利	44.63	42.04	51.70	37.08	42.16	4
哥伦比亚	47.53	45.23	54.71	43.66	50.94	4
南非	40.77	40.95	53.19	37.60	35.88	4
阿根廷	47.64	0.00	52.62	36.83	32.74	4
哈萨克斯坦	48.37	47.97	48.56	32.24	44.04	5
土耳其	46.36	23.75	52.55	34.92	29.60	4
乌克兰	47.64	46.43	49.81	37.14	40.27	5
平均数	49.54	48.26	51.50	49.22	51.22	3

数据来源：东方金诚主权操作系统。标红部分风险相对较高，标蓝部分风险相对较低。

从以上外部风险评估体系来看，南非、阿根廷、土耳其是外部风险比较大的国家，风险暴露点占比高达 90%，且总的外债偿付能力和外部流动性压力都很脆弱，三个国家都面临大量的外部融资需求，如果遭遇货币抛售可能会更加脆。东南亚国家基本处于排序的中上游，风险暴露点占比约为 40%，泰国、马来西亚的外部保证能力较强但存在一定外部流动性压力，菲律宾短期流动性压力较小但外汇储备整体对外债的保障能力不足，印尼不仅经常项目处于赤字边缘，且整体的外债偿付能力偏弱（图 3）。

图 3 19 个新兴市场国家外部信用风险矩阵



数据来源：东方金诚主权操作系统。气泡大小为风险暴露点的多少，横纵坐标数据均采用标准化结果。

东方信用
GOLDEN CREDIT RESEARCH

VOL.30
2020 年第四期



东方金城官方微信

Add : 北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心C座12层

Tel.: 86-10-62299800 (总机)

Fax: 86-10-62299803

E-mail: dfjcvip@coamc.com.cn

WWW.DFRATINGS.COM