

标普信评

S&P Global

China Ratings

渐越万重山

标普信评 2024 年行业信用发展趋势

2023 年 11 月 24 日



目录

渐越万重山 1

卷首语 3

行业信用趋势概览 5

城投 8

房地产开发 10

交通基础设施 12

钢铁 13

化工 15

煤炭 16

有色金属 17

火电 18

清洁能源发电 19

建筑工程施工 20

工程机械 22

整车制造 24

航空公司 26

商业银行 27

证券公司 28

不良资产管理公司 29

金融租赁公司 31

金融控股公司 32

RMBS 33

车贷 ABS 35

消费贷 ABS 37

不良资产证券化 38

阅读须知 39

工商企业评级方法论框架 40

金融机构评级方法论框架 41

结构融资评级方法论框架 42

商务团队列表 43

卷首语

要点

- 房地产开发行业未来商品房销售额大幅下滑的可能性不大，2024 年将小幅回落。一二线热点城市的刚需和改善性需求真实存在，但不能完全弥补低能级城市的销售滑落；民营房企仍面临如何“活下去”的考验。
- “一揽子化债方案”的实施有利于城投企业流动性压力的缓解以及商业银行对于城投风险敞口的控制，但需关注地方政府债务化解的实质能力和化债措施对商业银行盈利能力造成的压力。
- 建筑工程施工、工程机械、不良资产管理行业将继续受房地产行业的负面影响，而钢铁行业随着基建和制造业的贡献持续上升将逐步对冲地产需求疲弱的影响。
- 化工、有色金属、火电等行业的成本端略有下降或相对平稳且需求端增长，交通基础设施行业和航空公司从居民出行的持续恢复中受益，这些行业内企业的盈利能力呈向好趋势。

我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力。受房地产行业的持续疲弱、企业和消费者的信心不足、地方政府财政收入面临压力和较高的债务率以及出口增长的限制，我们预计 2024 年中国 GDP 增速将为 4.4%。

我们预计，2024 年商品房销售额将小幅回落 5%左右。受人口流入、产业聚集和人均购房能力较强等因素支撑，一二线热点城市的刚需和改善性需求真实存在，同时超特大城市积极稳步推进城中村改造亦有助于释放改善性需求，将对销售起到一定提振效果，但一二线热点城市的购房需求不能完全弥补低能级城市的销售滑落。明年保交楼仍为行业主要支撑力，新开工面积增速明显转正的可能性不大，竣工面积的两位数高增速难以为继。与房地产行业有紧密联系的行业的相关业务将持续受到负面影响，如建筑工程施工、工程机械、不良资产管理公司等，钢铁行业虽然需求复苏仍不乐观，但地产拖累效应减弱，供需或保持平稳。

受一揽子化债政策的实施及国债增发的影响，弱区域城投企业的流动性压力将有所缓解，城投企业的公开债券违约可能性较低。我们预计未来城投企业的融资将受到更严格的管控，长期来看化解责任仍由地方政府承担。但在土地市场持续低迷的背景下，地方财政压力仍存在，叠加城投发债限制趋严，部分弱区域城投商票逾期、非标违约等风险事件仍难以避免。城投企业流动性压力的缓解也将使得商业银行对城投企业敞口的信用风险可控，但是化债措施可能带来息差压力，进而影响银行的盈利性。另外，一部分区域性中小银行（包括城商行和农商行）受房地产风险的影响，资本韧性差异很大。

我们预计中下游行业的需求将有所复苏，部分行业利润率将有所好转。交通基础设施行业内的企业和航空公司受出行的持续恢复影响，盈利能力将继续向好；化工、有色金属行业需求的恢复将支撑产品价格的稳定，从而促进行业内企业盈利能力的改善；煤炭、清洁能源发电行业仍将保持相对稳定的需求以及利润空间；新能源和出口仍是带动国内乘用车销量增长的主要因素，但行业内竞争的加剧将使得大部分整车制造企业的利润率承压。

金融机构方面，中小银行信用分化持续加剧，金融租赁公司受政策影响将迎来业务的重大调整，可能面临短期的业务收入增长压力，证券行业持续的低杠杆经营为行业应对不利市场情景奠定了坚实基础。中小银行受房地产敞口影响资产质量恶化，加之行业整体的息差收窄，其资本韧性减弱。但如果地方政府能够积极支持当地银行，例如发行支持中小银行的专项债，其主体信用状况将保持稳定。金融租赁行业因监管政策要求将迎来深刻的业务结构调整，租赁专业化程度会有提高，但很可能伴随着中短期业务规模收缩、收入下降的压力。由于金融租赁公司的信用质量具有母公司的可靠支撑，我们认为以上变化对行业信用质量的影响可控。证券行业未来收入增长乏力，但低杠杆的持续经营支撑了其信用质量的稳定。

分析师

- 钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn
- 刘晓亮

北京

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn
- 李迎

北京

Ying.li@spgchinaratings.cn
- 周侃

北京

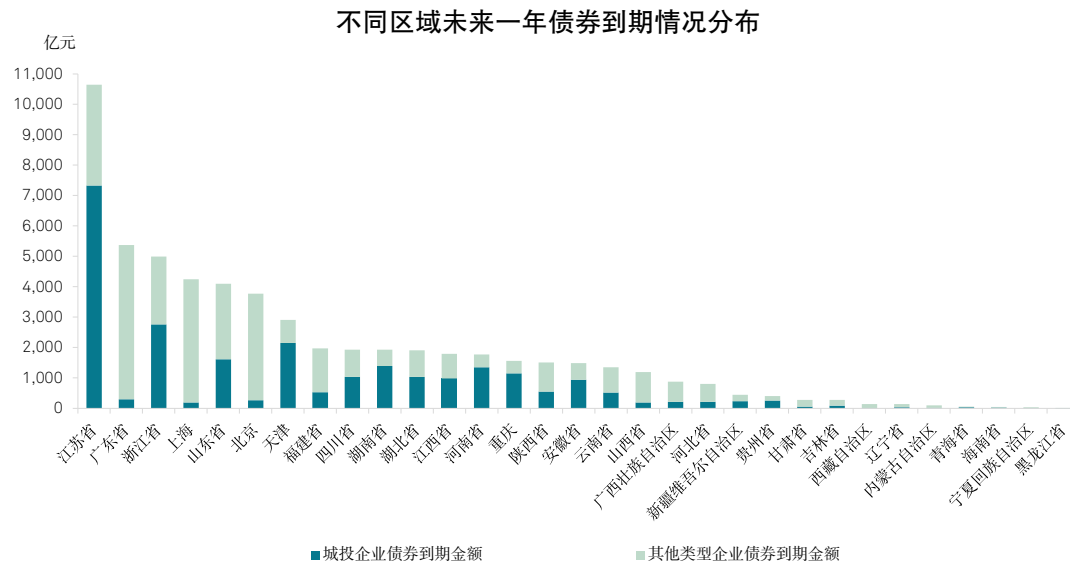
Kan.zhou@spgchinaratings.cn
- 李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

结构融资产品的信用表现仍将保持稳定，ABS（包括车贷和消费贷）产品和不良资产证券化产品的发行规模有向好趋势，但内部不同发起机构和资产池的信用质量呈现分化。考虑到消费相关行业的回暖、新能源汽车市场的持续增长以及不良资产证券化成为商业银行处置不良资产的重要渠道等原因，我们预计未来相关证券化产品的发行规模均能保持一定的规模。与此同时，不同机构、不同产品的信用分化趋势或将更加明显。

从未来再融资压力来看，不同区域债券到期偿付压力将有所不同。广东、上海和北京地区未来一年到期债券规模虽然较大，但以非城投企业债券为主，特别是金融机构类债券规模大，且城投类债券规模较小，在当地较好的经济和财政实力支撑下区域整体再融资能力保持全国较好水平。河南、天津、重庆、湖南、青海、江苏、贵州和安徽等地城投债券在未来一年到期债券总额中的占比较高（超过 60%），虽然城投企业整体的流动性压力有所缓解，但仍需关注区域底部城投企业非标违约等风险事件的发生。



注：1.企业性质依据Wind分类，剔除中央国有企业和外资企业。债券类型包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券、其他金融机构债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、可转债、可交换债。剔除截至统计日债项评级为BB及以下债券。2.统计时间以截至2023年10月31日为基准。
资料来源：Wind，标普信评整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业信用趋势概览

工商企业			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
城投	→	→	我们预计，随着一揽子化债政策的实施及国债的增发，2024 年弱区域城投企业的流动性压力将有所缓解，城投的公开债券违约可能性较低。我们预计财政纪律将更加严格，城投企业的融资将受到更严格的管控，对于地方债务，中央不是无限兜底，长期来看化解责任仍由地方政府承担。
房地产开发	↘	↗	我们预计房地产开发行业商品房销售额大幅下滑的可能性不大，2024 年商品房销售额将小幅回落 5%左右。2024 年，“幸存”房企的杠杆比率仍有小幅上升的压力，这主要由于行业销售疲软导致房企的利润率仍处于下行通道，同时保持拿地规模将令房企债务规模维持平稳。
交通基础设施	↗	→	随着全国居民出行的持续恢复，2024 年交通运输量将进一步增长；2023 年末一万亿国债的发行，基建将成为重要抓手，预计行业仍将保持较大规模的资本开支；地方政府对交通基础设施企业仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。
钢铁	→	→	2024 年钢铁行业需求或呈现弱中向稳趋势，盈利修复仍不显著，行业财务杠杆维持高位，但钢铁行业中国企业占比较高，在较为稳定的外部支持下，行业整体信用质量可望维持稳定。兼并重组将继续，行业集中度有望进一步提升。
化工	↗	→	2024 年化工行业利润改善程度将取决于需求端的修复状况，成本端压力有望继续下降。同时行业内仍有一定规模的新增产能投资，石化、煤化工领域的细分赛道可能存在供给过剩，有大规模资本开支的企业存在一定财务压力。
煤炭	→	→	2024 年煤炭价格或小幅下跌，但行业景气度仍有望维持良好水平。受益于相对较高的长协价，煤炭企业的盈利和杠杆水平有望保持平稳，信用质量将保持稳定。
有色金属	↗	→	2024 年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将有所上行，行业内企业的利润空间有望小幅改善，整体信用质量将保持稳定。
火电	↗	↘	我们预计，2024 年火电企业的成本及行业需求相对平稳，容量电价政策的落地有助于提升火电企业的盈利能力，行业将继续保持较高的资本开支，强有力的政府支持将助力行业内企业的信用质量保持稳定。
清洁能源发电	→	→	我们预计，2024 年清洁能源发电行业将继续保持高速发展，企业仍有较大规模的资本支出，但受益于良好的政策环境和盈利能力，杠杆率较稳，加上较强的再融资能力和外部支持，行业内企业的信用质量整体上将保持稳定。
建筑工程施工	→	↗	我们认为，2024 年建筑工程施工行业面临的增长压力较大，不同业务类型企业在业务规模、资金周转效率等方面将延续分化趋势。大型建筑央企的业务量将受益于较强的基建投资需求和较好的客户质量，新签订单仍有韧性且占比进一步提升，“两金”回收压力相对可控。房建订单占比高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业，在业务量和营运资金方面将面临较大的压力。

工程机械	→	→	我们预计，2024 年工程机械行业整体信用风险仍处于高位，且行业内企业的信用质量分化将更加显著。我们认为，未来一年国内新增需求仍有萎缩压力，产品销量仍将低迷，从而令企业整体收入承压，杠杆水平持续处在高位。我们预期未来一年工程机械企业的信用质量将继续分化，龙头企业将受益于更强势的海外市场表现及更优的成本管控能力，盈利能力及杠杆表现将优于其他企业。
整车制造	↘	→	我们预计，2024 年全国乘用车销量将较 2023 年小幅增长，新能源汽车销量增长将成为国内汽车销量的稳定器，汽车出口持续带来增量。整车制造企业面临的竞争将加剧，大部分企业的利润率将承压，但有望凭借较强的再融资能力维持稳定的财务风险。大部分企业能够凭有力的外部支持或自身强劲的实力保持稳定的信用质量。
航空公司	↗	→	2024 年航空公司的盈利和现金流将继续改善，国际航线复苏或将成为主要驱动因素。行业削债需要时间，各航司的杠杆水平将因资本支出压力的不同而产生分化，飞机购置支出相对缓和的航司杠杆改善更明显。外部支持依然有力，企业信用质量将保持稳定。

金融机构			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	→	→	国有大行、大部分股份制银行和优质中小银行能够维持良好的盈利和稳定的资本。中小银行的信用质量分化加剧，部分中小银行受小微企业延期贷款、房地产开发贷敞口影响资产质量恶化，加之银行息差收窄，资本韧性减弱，增资需求较急迫。 随着一揽子化债方案的实施，城投敞口的信用风险可控，但是化债措施可能带来息差压力，影响银行盈利。同时，我们也看到各地政府积极支持当地银行，例如发行支持中小银行的专项债。结合政府支持，我们认为商业银行业主体信用状况保持稳定。
证券公司	→	→	证券行业面临收入下降压力，但持续的低杠杆经营为行业应对不利市场情景奠定了坚实基础。2023 年券商收入增速乏力，但有效的运营成本控制使其盈利性总体保持稳定。另外，目前上市券商的平均杠杆水平（总债务/净资产）在 3 倍左右，即维持在较低水平，保证了其稳定的信用质量。
不良资产管理公司	→	→	不良资产管理公司（AMC）在目前的房地产市场环境下面临资本和盈利压力，自身个体信用质量承压。坏账的增加削弱 AMC 的资本韧性，对其资本造成的压力，这将使得 AMC 大规模收购房地产不良资产的能力受限。中央政府的特殊支持是支撑四大 AMC 信用质量的主要因素之一，我们认为四大 AMC 将继续获得中央政府的特殊支持。 地方 AMC 在地方政府化解地方金融机构风险的过程中发挥了越来越重要的作用，政府支持是支撑地方 AMC 信用质量的主要因素。

金融租赁公司	→	→	监管提高了对金融租赁公司业务的专业化要求，行业进入了业务转型过渡期。2022 年监管要求金融租赁公司摒弃“类信贷”经营理念，突出“融物”特色功能；2023 年 10 月监管要求金融租赁公司规范租赁物及租赁业务模式，优化租赁业务结构。这些规定使得行业将迎来深刻的业务结构调整，租赁专业化程度会有提高，但同时很可能伴随着中短期业务规模收缩、收入下降的压力。由于金融租赁公司的信用质量具有母公司的可靠支撑，我们认为以上变化对行业信用质量的影响可控。
金融控股公司	→	→	金融控股公司往往子公司众多，风险状况复杂。公司下属的担保公司、股权投资公司、信托公司以及不良资产管理公司往往会增加公司的风险压力；银行、证券、租赁子公司的风险状况往往更加稳定。房地产市场情况加剧了信托子公司的信用风险，但我们认为刚兑风险可控。虽然信托子公司对其有负面信用影响，但我们认为影响有限。对于政府控股的金控公司，政府出于自身声誉风险考虑，对其很可能提供支持。

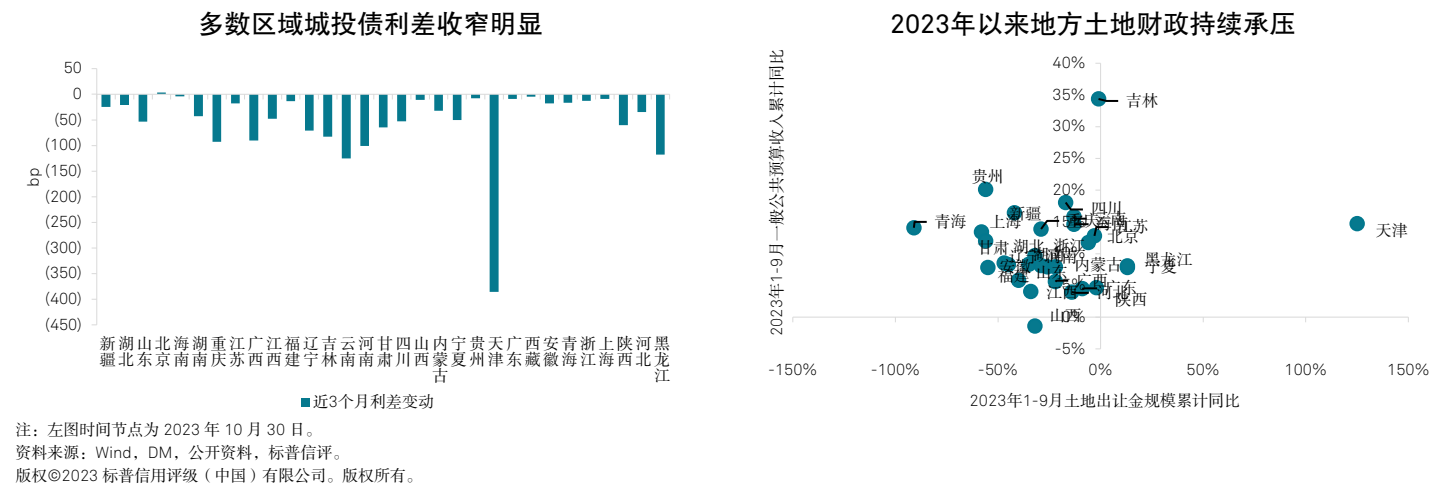
结构融资

行业	基础资产信用质量 (正面、稳定、负面)	存量证券信用表现 (正面、稳定、负面)	信用要点
RMBS	→	→	2023 年出现的早偿事件更多地表现为即期性，我们预计之后早偿率将逐渐回归历史中枢。存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现在 2024 年将继续保持稳定。
车贷 ABS	→	→	车贷 ABS 的发行保持稳定，随着中国新能源汽车的发展，未来车贷 ABS 中可望出现更多绿色元素。《汽车金融公司管理办法》的落地拓展了汽车金融公司的业务范围，未来其在产品设计、风险控制等方面的变化有待关注。2024 年存续车贷 ABS 项目的资产信用质量和产品表现都将继续保持稳定，但不同类型发起机构的资产表现或将进一步分化。
消费贷 ABS	→	→	2024 年消费贷 ABS 发行规模有望持续增长。随着更多的市场参与者加入，消费贷 ABS 市场活力提升，基础资产场景更加多元化和定制化，为风险甄别和结构设计提出了更高的要求。
不良资产证券化	→	→	我们预计 2024 年不良资产证券化产品的优先级证券信用质量将保持稳定，产品发行规模受供给端的持续动力将保持上升趋势。不同资产类型的不良资产证券化产品在交易结构、兑付频率和回收情况等 方面呈现较大差异。

城投

短期流动性改善，长期压力仍存

工商企业



展望

我们预计，随着中央一揽子化债政策的实施及国债的增发，2024 年弱区域城投企业的流动性压力将有所缓解，城投企业的公开债券违约可能性较低。我们预计财政纪律将更加严格，城投企业的融资将受到更严格的管控，对于地方债务，中央不是无限兜底，长期来看化解责任仍由地方政府承担。在土地市场持续低迷的背景下，地方财政压力仍存在，叠加城投发债限制趋严，后续大规模的城投债务化解或将依赖银行等金融机构进行降息展期，以时间换空间，同时部分弱区域城投商票逾期、非标违约等风险事件仍难以避免。

我们认为，中央对于城投债务的政策方向仍将保持“控制增量，化解存量”，但中央的一揽子化债政策对地方化债释放了积极信号，对弱区域城投的流动性压力有一定缓释作用。2023 年 7 月，中央政治局会议首次提出“要有效化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。截至 2023 年 10 月 30 日，全国已有 25 地公告发行特殊再融资债，发行总额为 10,431 亿元，用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及贷款，其中内蒙古、云南、天津、贵州、辽宁、重庆等地发行规模较大，体现了中央政策向债务压力大、财政空间有限的地区倾斜。此外，10 月 24 日，十四届全国人大常委会批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，并将通过转移支付方式全部安排给地方，有助于缓解地方财政收支及债务压力。受上述政策影响，叠加市场资产荒及流动性宽松的背景，近期弱区域城投的短期债券估值得到明显修复，市场对城投债信心增强。但我们认为，特殊再融资债额度有限，相对于体量庞大的城投存量债务而言，仅能起到短期过渡和缓解作用，长期来看化债责任仍由地方政府承担。在财政纪律更加严肃，城投企业增量融资管控更加严格的背景下，城投存量债务或仍主要依赖银行等金融机构介入进行置换并降息展期，以时间换空间，而这将是一个较为漫长的过程。

我们认为，大部分地区财政收入因土地出让持续低迷而承压，地方政府对区域城投的支持能力边际减弱。我们注意到，2023 年以来，随着国内经济逐渐回暖，多数省份一般公共预算收入得到改善，但土地出让情况仍不容乐观。2023 年 1-9 月，大部分省份土地出让金仍同比下滑明显，全国合计同比下降 27%，其中上海、山东、安徽、福建、湖北、贵州等区域降幅超过 40%，区域财政进一步承压。我们预计，2024 年中央将维持较为宽松的货币和财政政策，经济增长仍较可期，但房地产和土地市场难有明显的好转，尤其是经济、财政实力较弱且对土地出让收入依赖较大的区域，财政压力将进一步上升，这将一定程度上减弱地方政府的潜在支持能力。我们认为，在财力有限的情况下，为防止发

分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺
北京
yi.gong@spgchinaratings.cn

生系统性风险，各地政府更加倾向于尽量保证城投债券的偿付，预计 2024 年发生城投公开债券违约的可能性不大，但城投企业的非债券类债务，如商票、非标或银行贷款发生违约或展期仍将难以避免。

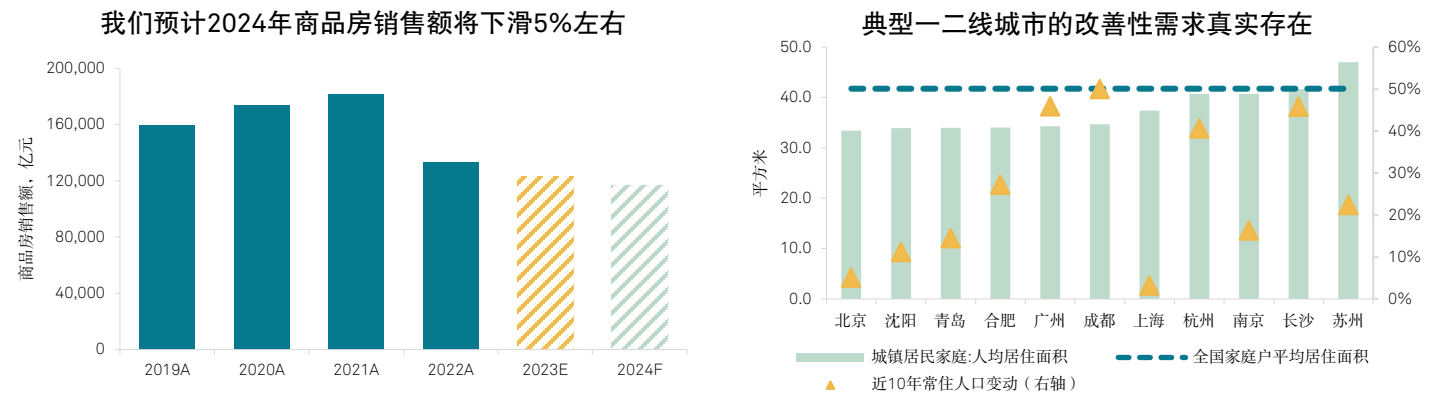
关注

- 土地财政下行压力下，地方政府潜在支持能力将有所弱化，弱区域城投的流动性压力仍较大，非标、票据逾期等风险事件仍可能发生。
- 中央对地方化债支持政策的持续性仍有待观察。

房地产开发

工商企业

行业步入供需新格局，销售或将小幅下滑



注：左图 A 为实际值，E 为估计值，F 为预测值。右图全国家庭户平均居住面积来自全国第七次人口普查。城镇居民家庭人均居住面积为 2021 或 2022 年，取各地披露的最新数据。
资料来源：国家统计局，各地统计局，Wind，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，房地产开发行业仍是中国经济体系的重要组成部分，但正如中央政治局会议做出的重大研判，行业的供需格局已发生根本性变化，这意味着行业将彻底告别过往的高速增长阶段，继而迈向高质量健康发展的新纪元。现阶段政策的意图旨在引导房地产市场重新回到健康发展的轨道，但是刺激需求需要更长的时间才能够显现效果。短期内商品房销售的自发性修复取决于居民购买力和购房信心的实质性改善，长期而言商品房的需求将取决于地区人口增长、经济发展水平和人均收入水平。我们认为长期而言城市之间商品房需求的结构分化将加剧。

我们预计，2024 年商品房销售额将小幅回落 5%左右，主要由于一二线城市的购房需求难以弥补低能级城市的销售滑落，但我们认为销售额大幅下滑的可能性不大。行业的中长期需求自然回落，居民短期购房信心低迷将与市场长期下行趋势形成共振。积极的方面是，7 月末的中央政治局会议定调为后续房地产政策应对市场变化适度调整做出铺垫。受人口流入、产业聚集、人均购房能力较强等因素支撑，一二线热点城市的刚需和改善性需求真实存在。不过，考虑到当前不同能级城市商品房销售结构，以及并非所有二线城市均有需求基础等情况，我们认为一二线热点城市的购房需求不能完全弥补低能级城市的销售滑落。超大城市积极稳步推进城中村改造亦有助于释放改善性需求，将对销售起到一定提振效果。

我们预计，2024 年房地产开发行业建安投资支出仍将下滑，新开工面积的下滑幅度将收窄，保交楼仍为建安投资的主要支撑力。在销售、拿地等先行指标尚未根本改善的背景下，新开工面积增速明显转正的可能性不大。但销售筑底有望牵引库存去化周期缓慢回落，减缓新开工面积下降的趋势。保交楼仍将继续发力，净停工面积将继续回落，对施工面积构成正向支撑。竣工面积的两位数高增速难以为继，新开工面积连续两年大幅回落将对竣工面积增速构成制约。

我们预计，2024 年以成交土地金额衡量的土地投资仍将下行，核心原因是销售复苏动能较弱，房地产开发到位资金未见起色，房企整体投资信心仍在低位。但成交土地总价的跌幅或将收窄，主流房企将积极在热点城市补充土储，建议取消土拍地价限制的举措有望提振热点城市的土拍热度。土地市场也将继续演绎分化行情，即房企投资仍将聚焦去化确定性较大的一二线热点城市，低线城市的土地市场则面临无人问津的困境。

我们认为，房地产行业经过两年深度调整，既往的行业竞争格局已被彻底打破，行业将在新旧迭代中迈向新格局，行业将呈现四大变化趋势。一、国有房企已成为行业主导者。部分地方国企在行业变革

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪
北京
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

期竞争地位有实质性提升，这些国有开发商凭借融资优势在热点城市加大投资力度，实现了土储能级和销售规模的双跃进。二、土储质量为王。当下市场的需求形势和政策着力点均利好土储重点布局高能级城市的房企，房企的复苏动能关键看土储是否压准热点城市。在一二线热点城市有充分布局的房企能够形成“销售-拿地”正循环，而土储能级一般或较低的房企其销售受政策提振的幅度有限。三、民营房企仍将面临如何“活下去”的考验。民营房企“活多久”的关键要看销售表现，债务到期分布是否分散、融资方式是否多元化（如经营性物业贷、REITs）等方面，这些也是判断民营房企在短期内能否较好地处理流动性压力的因素。近期房地产行业的融资政策持续优化，金融机构座谈会提出了“三个不低于”，开发贷、经营性物业贷、个人住房贷款办法等方面也可能进行修订，50 家国有和民营房企会被列入白名单中，在信贷、债券和股权融资方面获得多方支持。我们将持续关注上述政策的落地及对民营房企再融资压力的缓解程度。四、“幸存”房企的杠杆比率短期内仍有小幅上升的压力，这主要由于行业销售疲软导致房企的利润率仍在下行通道，保持拿地规模令房企债务规模维持平稳。长期来看，经历本轮周期的洗礼，行业整体的财务表现将较之前更趋健康。房企将彻底告别加杠杆囤地扩张规模的粗放模式，把经营策略转向将资金精准投资于销售回笼更有保障的项目，从而有利于现金流快速消化债务。国有房企的投资决策相对审慎，对杠杆运用也相对节制，这些共性特点有可能重塑整个行业的经营风格。

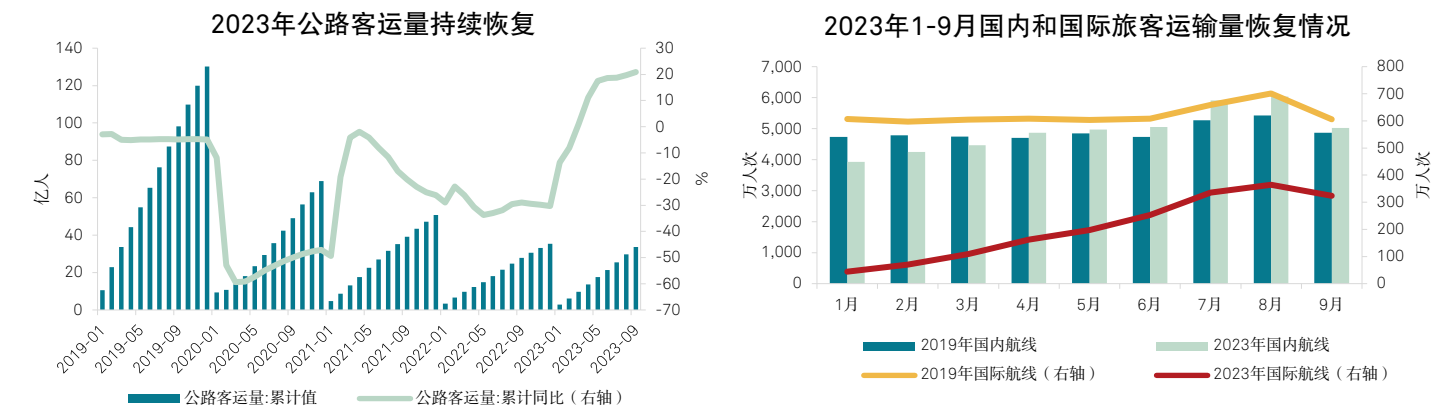
关注

- 土储质量。土储在一二线热点城市的房企有望借力政策实现销售的稳步复苏，土储能级一般或较低的房企销售受政策提振的幅度有限。新的需求形势对房企的精准布局能力、资金运作实力提出了更高的要求。融资能力一般的民营房企在未来的优质土储竞争中或力有不逮，恐逐渐拉开与同梯队国有企业的距离。
- 民营房企面临如何“活下去”考验。民营房企能够“活多久”关键要看销售表现，债务到期分布是否分散、融资方式是否多元化，也是影响流动性状况的因素。

交通基础设施

工商企业

交通运输量持续改善，地方政府支持仍较强



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，随着全国经济复苏步伐加快，居民出行正常化，2024 年交通运输量将进一步恢复。2023 年末一万亿国债的增发，预示着 2024 年财政政策将较为积极，基建成为重要抓手，行业仍将保持较大规模的资本开支。地方政府对基础设施企业仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。

2023 年以来，国内公路客运量和货运量持续恢复；同时国内航线民航客运量同比明显上升，国际航线民航客运量同比恢复更加显著；而港口行业之前受到的负面影响就相对较小，货运吞吐量略有上升。

高速公路行业：我们预计，2024 年随着全国经济持续恢复，高速公路车流量将进一步恢复，行业企业的收入与现金流也将进一步改善。虽然未来企业仍将保持较大规模的资本开支，整体杠杆水平仍然较高，但受益于地方政府较强的支持力度，企业再融资能力普遍较好，信用质量将维持稳定。

机场行业：随着国内经济复苏和国际航班恢复，我们预计，2024 年国内和国际的客运需求将持续恢复，机场企业的收入和利润将逐步改善。2023 年 1-9 月，全国旅客运输量已经恢复至 2019 年同期的 93%水平，其中 9 月国内航线旅客运输量为 2019 年同期的 103%水平，而 9 月国际航线旅客运输量恢复至 2019 年的 54%水平，未来国际航线旅客运输量仍有较大的上升空间。受益于地方政府较强的支持力度，机场企业再融资能力普遍较好，信用质量将维持稳定。

港口行业：我们预计，2024 年在国内需求的支撑下，内贸货物运输及原材料进口需求更为稳定，全国港口货物吞吐量将呈现上升趋势。港口企业整体盈利能力将保持稳健，同时受益于地方政府较强的支持力度，港口企业的信用质量将维持稳定。

关注

- 国内需求恢复不及预期和居民国际出行恢复情况。

分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

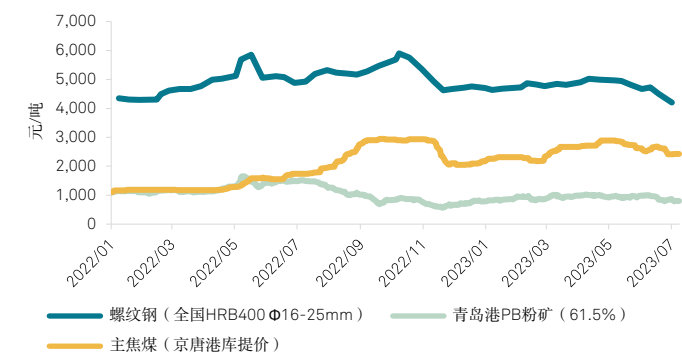
庄秀权
北京
xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

钢铁

工商企业

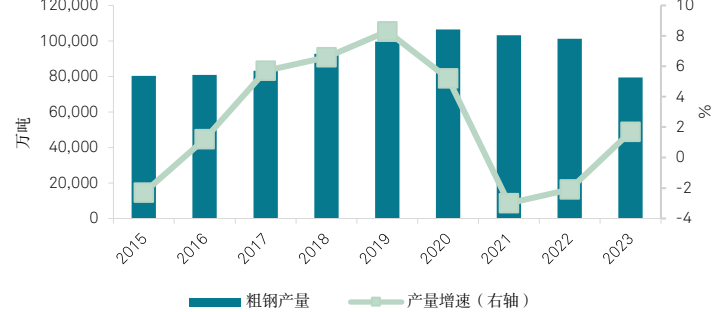
需求弱中向稳，盈利修复或不显著

2024年行业利润或难明显修复



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2024年钢铁行业供应或较为平稳



展望

我们预计，2024 年钢铁行业需求或呈现弱中向稳趋势，盈利修复仍不显著，行业财务杠杆维持高位，但钢铁行业中国国有企业占比较高，在较为稳定的外部支持下，行业整体信用质量可望维持稳定。兼并重组将继续，行业集中度有望进一步提升。

我们预计，2024 年钢铁行业需求复苏仍不乐观，但地产拖累效应减弱，行业供需或保持平稳。2023 年地产用钢对需求拖累较明显，钢铁行业整体呈现供过于求的格局。2023 年 1-9 月钢铁行业主要涉及的下行业表现不一，其中房地产新开工面积和挖掘机产量分别同比下降 23.4%和 23.5%，而基建固定资产投资、制造业固定资产投资和汽车产量同比增速分别为 8.6%、6.2%和 4.6%。此外，出口对稳定钢材整体需求有较为明显的贡献，1-9 月钢材出口同比增长 31.8%。我们认为，2024 年基建仍将发挥拉动钢材需求的关键作用，制造业生产和投资需求稳步增长，从而带动行业需求向稳。虽然房地产刺激政策较难在短期内传导至建设端，地产板块仍将继续拖累钢材需求，但由于近年地产用钢量持续下滑，房建用钢比重已较前期高位明显下降，而基建和制造业的贡献持续上升，逐步对冲地产用钢需求疲弱的影响。供给方面，我们预计“产能产量双控”政策仍将常态化发挥指导作用，行业供给趋于稳定。在较为稳定的供需格局下，钢价中枢或保持平稳，螺纹钢价格预计在 3800-4000 元/吨的水平。

我们预计，在钢铁行业景气度难以明显复苏的背景下，原材料价格或小幅回落，钢铁企业的利润修复仍不显著，行业财务杠杆保持较高水平。2023 年，成本端的煤炭行业供需格局改善，焦煤价格下行较快，但铁矿价格仍较为坚挺，使得行业利润处于低位。我们预计，2024 年煤价仍将小幅下行，铁矿价格具有一定的韧性，钢铁企业利润或能小幅修复但仍不显著。我们观察到，行业整体净债务规模保持相对稳定，钢铁企业在手资金储备规模仍明显高于供给侧改革前夕。在新增产能受控的政策背景下，钢铁行业整体上没有很大的资本支出负担，但部分企业近年仍保持较高的资本开支规模，财务杠杆继续承压。

近年来，钢铁行业持续发生兼并重组，我们认为行业集中度仍会继续上升，有利于头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。同时，在需求动能趋缓的背景下，我们预计未来钢铁企业竞争的着眼点也将更多地向技术、性能和品质等方面转移。

分析师

王雷
北京
Lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
Di.jiao@spgchinaratings.cn

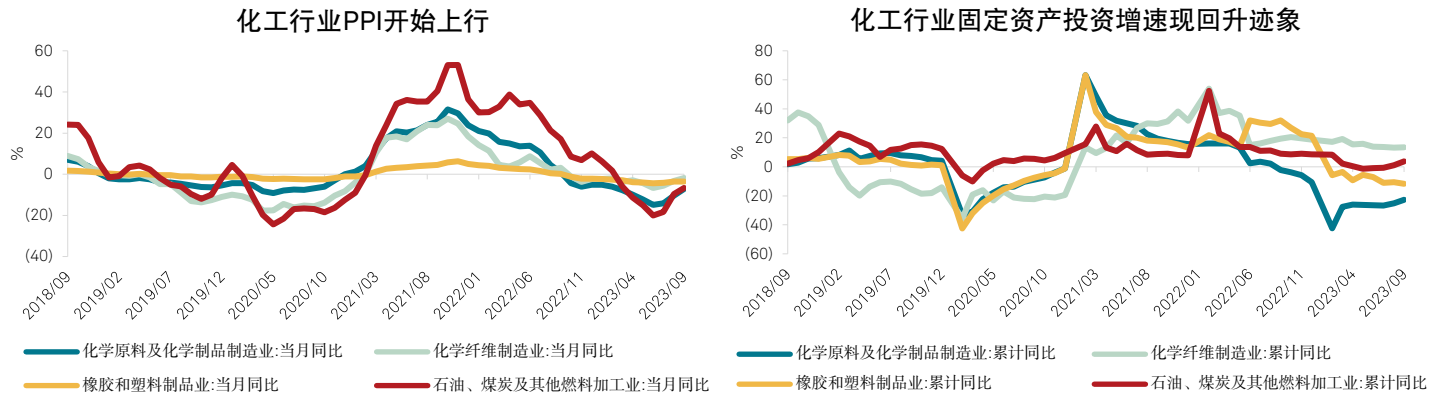
关注

- 若需求超预期下滑，钢价深度下跌，企业利润和现金流将面临较大压力。
- 资本开支、收并购支出大幅增加可能抬升企业杠杆水平，增大财务风险。
- 地缘政治风险加剧对全球大宗商品价格波动的影响。

化工

工商企业

行业景气度将取决于需求修复进度



展望

我们预计，2024 年化工行业景气度将由需求端修复状况决定，同时行业内仍有一定规模的新增产能投资，石化、煤化工领域的细分赛道可能存在供给过剩，有大规模资本开支的企业存在一定财务压力。

在成本端，我们预计 2024 年原油、煤炭、天然气等原料价格将小幅回落，但总体价格中枢仍会维持在较高水平，能够为化工品价格提供支撑，同时化工企业高成本压力的缓解有利于产品价差向好、利润和现金流的修复。但需要持续关注地缘政治纷争对大宗商品价格的扰动，过高的能源价格将冲击化工企业的利润空间。

在需求端，我们认为需求将是决定 2024 年化工行业景气度走向的重要因素。如果下游需求随宏观经济增长明显好转，将能够带动化工行业周期上行，但房地产等行业的增长前景仍存在一定不确定性，可能影响化工行业下游需求修复进度。

在供给端，我们预计，2024 年行业龙头在新增产能方面的积极布局将令行业集中度进一步提升，石化、煤化工领域的部分产品（如 PTA、乙二醇）可能存在供给过剩的压力，在行业较为低迷时仍有大规模资本开支的企业的财务杠杆面临一定压力。我们预计，新能源、新材料等精细化工赛道的产能增长仍以顺应需求、提前布局为主，供给关系恶化可能性较小。从中长期来看，高端化工新材料是主流发展方向，安全环保政策是行业产能扩张的硬约束，这有利于资本实力较强的龙头企业维持其市场地位。

关注

- 下游需求的改善程度。
- 在地缘政治风险上升的情况下，能源价格变动对化工企业盈利水平的影响。

分析师

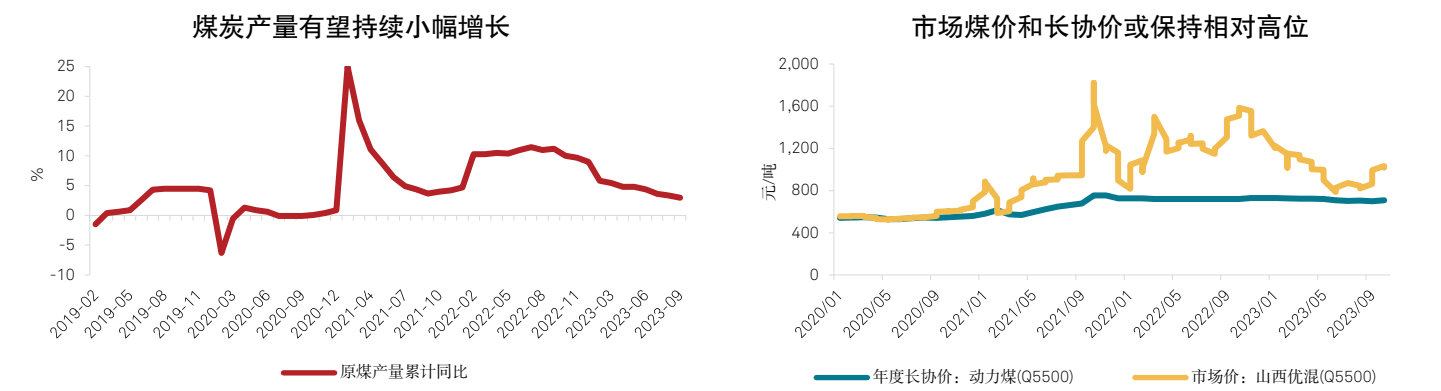
王雷
北京
Lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓
北京
Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

煤炭

工商企业

景气度有望维持良好，煤企盈利空间较好



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年煤炭价格中枢或小幅下行，但行业景气度仍有望维持良好水平。受益于相对较高的长协价，煤炭企业的盈利和杠杆水平有望保持平稳，信用质量将维持稳定。

我们预计，2024 年煤炭行业仍会延续保供的主基调，供需格局将保持相对平衡。供给方面，在保供增产政策驱动下，国内先进煤炭产能将持续释放，2024 年原煤产量或持续小幅增长。同时，我们预计海外煤炭也将继续作为供给增量存在，进口规模或持平。我们预计，煤炭供给有望延续较为充足的态势，但煤矿事故频发、安全监察力度加大会给煤炭生产带来短期扰动，煤炭企业在防范生产事故以及淘汰低效产能等方面持续采取措施也将边际约束行业的供给。需求方面，煤炭下游整体和宏观经济挂钩，我们认为煤电仍将在保障电力供应安全方面持续发力，预计相对平稳的电力需求能够支撑动力煤需求。

我们预计，2024 年煤炭在供需相对平衡情况下价格下降空间不大，长协煤价格或能维持在 700 元/吨左右的较高水平，煤炭企业仍有较好的盈利空间。虽然煤企在近三年积累了一定量的资金，但是我们注意到，煤炭企业的财务风险普遍较高，行业债务规模并未随行业景气度的提升而出现实质性削减。若煤炭价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量很可能重新变得脆弱。高负债煤企的财务杠杆对周期变化更加敏感，而主动削减债务的企业在应对周期波动时能够体现出更强的韧性。

关注

- 供给增长较快、需求不及预期，导致煤价过快下跌，挤压行业企业盈利空间。
- 煤矿安全生产事故频发，影响企业生产效率。
- 在地缘政治风险上升的情况下，能源价格波动对煤炭行业的影响。

分析师

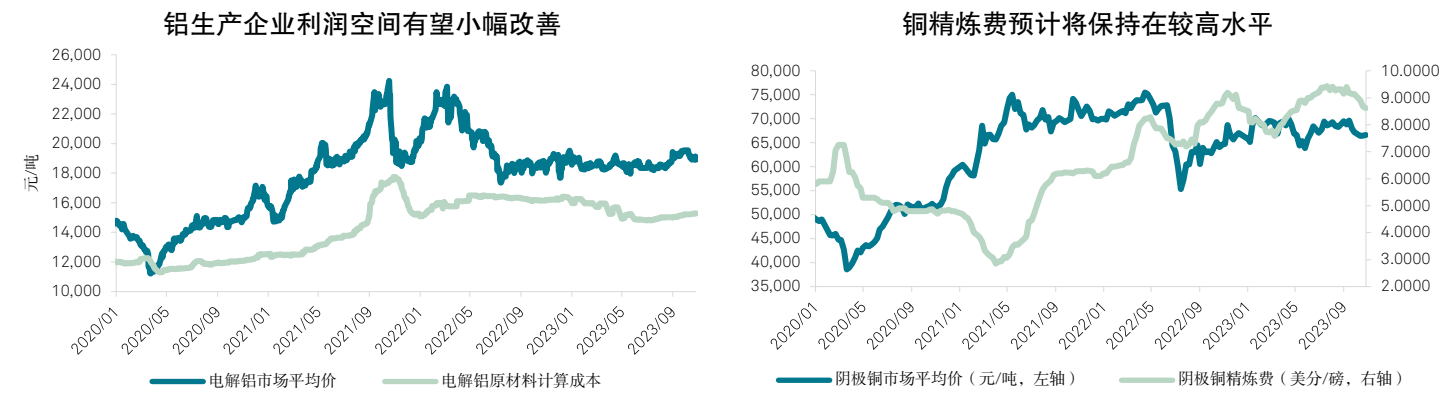
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓
北京
xiao.zhang@spgchinaratings.cn

有色金属

工商企业

企业利润空间有望小幅改善，信用质量将保持稳定



注：左图电解铝原材料成本计算是根据一般生产电解铝过程中主要原材料的成本构成以及他们的平均市场价格计算得出。
资料来源：Wind、标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将有所上行，行业内企业利润空间有望小幅改善，整体信用质量将保持稳定。

2023 年，有色金属行业的下游需求整体复苏进度不及预期，部分金属价格表现出不同程度的下跌，行业整体景气度呈下降趋势。

我们预计，2024 年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业产品价格将在下游需求持续回暖的带动下进一步恢复。铝方面，基建支持政策仍将对铝需求形成有力支撑，新能源汽车、绿色能源等产业需求的持续扩张将带动铝下游需求整体保持稳定的增长。同时，在工信部对总产能的限制，以及“双碳”政策的约束下，铝供应增速仍将十分有限。供需缺口扩大有利于铝价小幅上升。铜方面，我们预计随着电网建设、居民消费等传统领域需求的恢复，以及风电、光伏等新能源领域需求的稳步增长，2024 年精铜需求将有所增长。同时，海外矿山仍在陆续投产，铜矿供应将小幅提升，铜冶炼企业的冶炼加工费有望维持较高水平。

我们认为，受下游需求回暖带动产品价格持续恢复的影响，2024 年有色金属企业的盈利能力将较 2023 年小幅改善，企业信用质量将保持稳定。其中，铝生产企业将受益于原料价格的回落，以及供需缺口的扩大，利润空间有望小幅走阔，部分企业有一定盈余资金用于削减债务，信用质量将稳中向好。铜冶炼企业在冶炼加工费维持高位的情况下，盈利能力也将保持较好水平，有利于企业信用质量的稳定。

关注

- 下游需求恢复弱于预期，企业利润空间收窄。
- 部分地区受枯水期、电力供应紧张等因素影响限电频发，电解铝复产不及预期。
- 部分企业的并购支出、资本开支规模增加较为明显，将增加企业的财务风险和流动性压力。

分析师

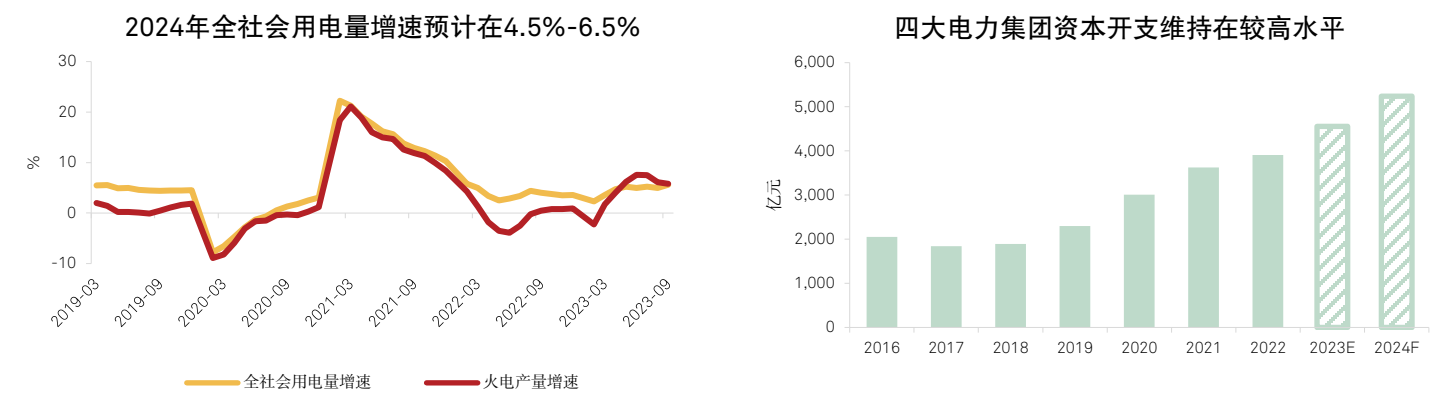
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

路哲伦
北京
bruce.lu@spgchinaratings.cn

火电

工商企业

容量电价政策落地，盈利能力有望提升，外部支持有力



注：1. 四大电力集团为华电集团、华能集团、国电投集团和大唐集团。2. 右图 E 为估计值，F 为预测值。
资料来源：Wind、国家统计局、公司年报，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年，火电企业的成本及行业需求相对平稳，随着容量电价政策的落地，火电企业的盈利能力有望提升，行业将继续保持较高的资本开支，强有力的政府支持将助力行业内企业的信用质量保持稳定。

成本端看，我们预计 2024 年煤价下跌空间有限，火电企业的原料成本有望保持平稳或小幅下降。供给端看，我们预计在市场整体用电需求平稳的情况下火电将继续发挥电力压舱石作用，2024 年发电量或将保持小幅增长。2023 年 1-9 月，我国火电发电量同比增长 5.8%，占同期全国发电量的七成。

2023 年 11 月 10 日，国家发改委、国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，容量电价政策正式出台，自 2024 年起开始实施。我们认为，容量电价政策是对煤电调节支撑作用的肯定，通过对煤电固定投资成本给予一定的补贴，容量电价政策提升了煤电的盈利稳定性。我们预计，受益于容量电价政策的落地，煤电企业未来一年的盈利表现有望提升。

我们预计，电力企业将继续保持在清洁能源领域较高规模的资本开支，这可能继续推升企业的债务规模，但政府和金融机构将对电力企业持续保持有力的支持。同时，不断多元化的装机布局将有助于企业盈利的稳定性。

分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
yixin.cao@spgchinaratings.cn

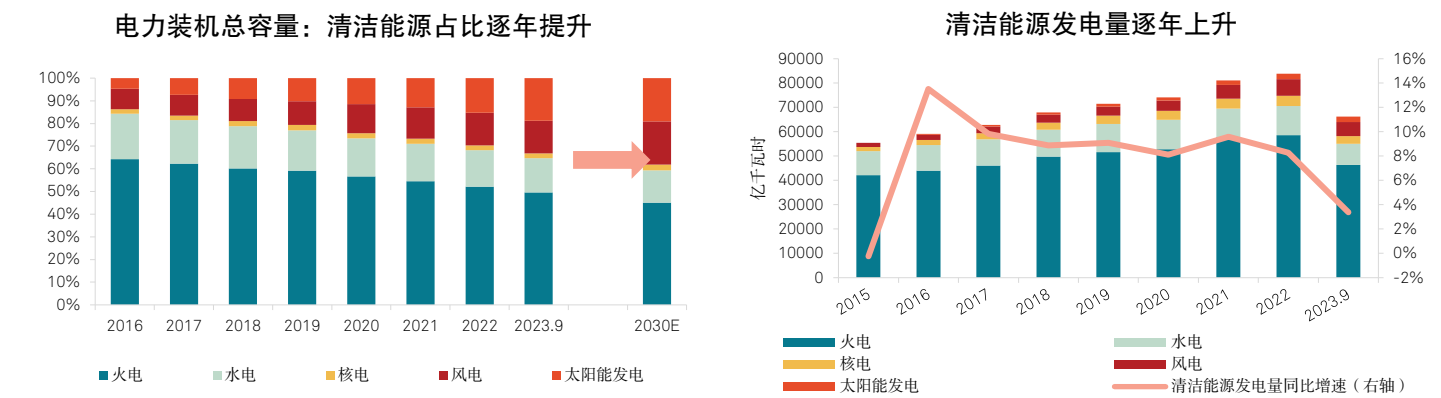
关注

- 2024 年电煤长协和电价长协的签约情况。
- 容量电价政策的执行情况以及其对煤电企业盈利情况的影响。

清洁能源发电

工商企业

竞争逐步加剧，资本开支较大，外部支持有力



注：2030 年数据系根据《2030 年前碳达峰行动方案》的预测值。
资料来源：国家统计局，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年清洁能源发电行业将保持高速发展，企业仍有较大规模的资本支出，但受益于良好的盈利能力，杠杆率较稳，加之较强的再融资能力和外部支持，清洁能源发电企业的信用质量整体上将保持稳定。然而随着补贴退坡，行业市场化程度提升，企业竞争压力有所上升。

我们认为，在政策推动下，2024 年清洁能源发电企业的投资将保持活跃，资本开支仍将保持较高规模，这将继续推升行业债务规模。我们认为，中国在保障能源安全的前提下仍将坚守“双碳”目标，继续推进清洁能源发电项目建设，带动装机容量和发电量持续增长。根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，我国非化石能源发电量比重将达到 39%左右。我们预计 2023 年末该指标为 30%左右，2024 年清洁能源发电仍存在较大的发展空间。

我们认为，2024 年清洁能源发电企业的盈利情况仍将维持较好水平，信用质量维持稳定。尽管清洁能源发电已迈入平价上网时代，但随着电站建设成本的下降，以及市场化交易的深入和限电率的下降推升利用小时数，绝大部分清洁能源发电企业仍将维持较为可观的盈利水平，从而保持杠杆率的基本稳定。此外，行业内企业以央企和地方国企为主，再融资能力强，且能获得有力的外部支持，信用质量保持稳定。

我们也观察到，2021 年以来电力市场化改革速度加快，以市场化交易的电量占总用电量的比例不断提升，2023 年上半年达到 61.5%，未来可能进一步上升，清洁能源发电企业面临的竞争压力也将有所上升。

关注

- 高额资本开支推升企业财务杠杆。
- 新能源补贴的发放情况。
- 行业竞争在逐步加剧。

分析师

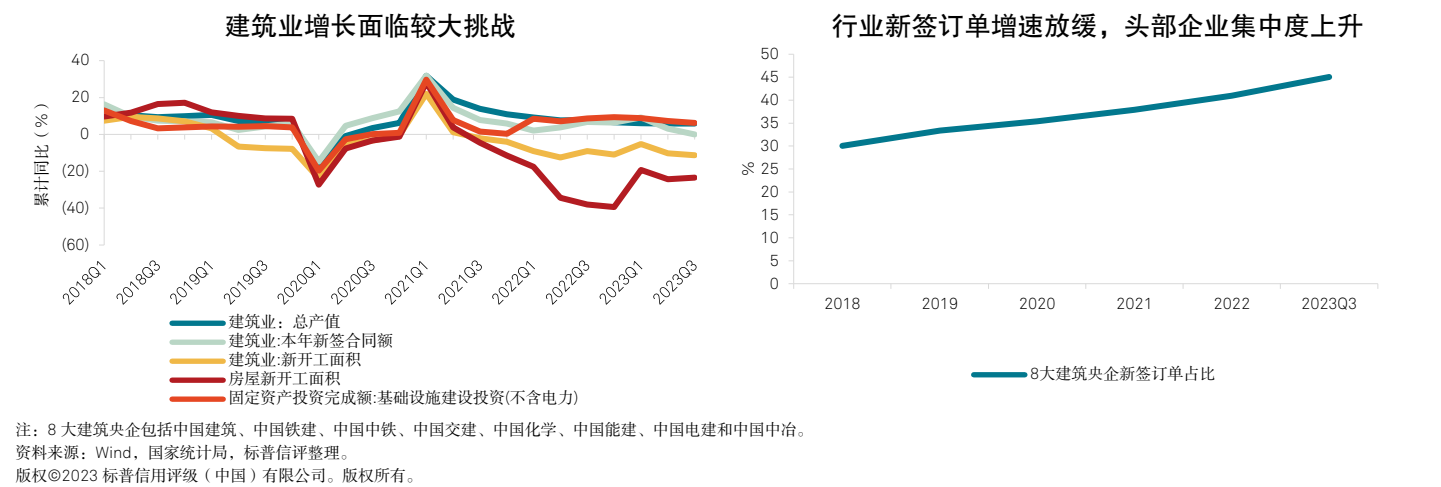
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
yixin.cao@spgchinaratings.cn

建筑工程施工

行业面临增长挑战，内部分化加剧

工商企业



展望

我们认为，2024 年建筑工程施工行业面临的增长压力较大，不同业务性质的企业在业务规模、资金周转效率等方面将延续分化趋势。大型建筑央企的业务量将受益于较强的基建投资需求和较好的客户质量，新签订单仍有韧性且占比进一步提升，“两金”回收压力相对可控。房建订单占比高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业，在业务量和营运资金方面将面临较大压力。

我们认为，2024 年建筑工程施工行业面临较大增长压力，主要是由于房地产行业新开工面积的持续下降将使得建筑业的新签合同额继续承压。截至 2023 年 9 月末，建筑业新签合同额累计增速已由正增长降至零增长，建筑业总产值增速也持续多月出现下降。我们预计 2024 年房地产行业新开工面积增速明显转正的可能性不大。但同时我们预计明年基础设施投资状况较 2023 年将有所改善，一定程度上会对冲房地产行业对建筑工程施工行业增长造成的压力。

我们认为，建筑工程施工行业内不同业务性质的企业在业务规模、资金周转效率等方面都将延续分化趋势。基础设施建设占比相对较高的大型建筑央企仍将受益于基础设施基建投资的增长及高市场占有率，其新签订单仍将保持韧性且占比进一步提升，凭借较强的话语权仍可以拥有良好的资金周转效率。地方国有企业的基础设施建设业务占比虽然也比较高，但业务区域相对集中于所在省域乃至市域，市场空间差异性较大。民营企业受制于房建订单占比高且项目质量偏弱，业务规模将面临进一步的萎缩，同时受地产商大面积出现资金紧张而违约影响，工程款亦面临很大的回收风险，自身资金周转效率进一步下降。

我们预计，2024 年地方政府财政承压和房企资金偏紧的状况仍将普遍延续，建筑工程施工企业面临的“两金”回收压力将有所增大。受此影响，建筑工程施工行业整体的营运资金缺口可能增加，进而推动融资规模和杠杆率上涨。

我们预计，2024 年建筑工程施工行业的整体利润率仍将保持稳定，EBITDA 利润率维持在 6%左右。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞
北京
Fred.wang@spgchinaratings.cn

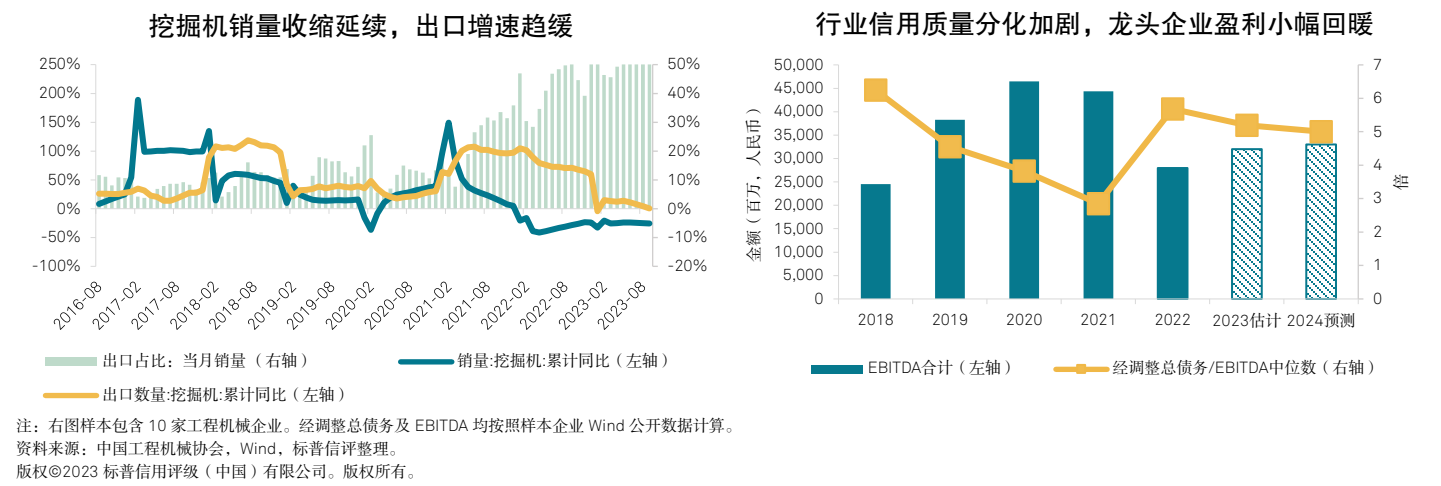
关注

- 以房建为主要业务的建筑工程施工行业的主要下游需求变化情况。
- “两金”回收期较长的企业仍面临较大的资金周转压力。
- PPP 项目运营和回款情况。PPP 投资整体进入下半场，建筑工程施工企业更多将着眼于已投资项目的后续管理。我们认为，前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、投资项目整体质量不佳的建筑工程施工企业将面临较大的回款压力和偿债压力，尤其是项目所在地政府对于土地出让收入依赖程度高的企业。

工程机械

工商企业

销量仍将在底部，出口能力分化企业信用质量



展望

我们预计，2024 年工程机械行业整体信用风险仍将处在高位，行业企业的信用质量分化将更加显著。我们认为，行业未来一年仍将面临销量下滑的压力，但是下降幅度将有所收窄，工程机械更新周期将要重启，但房地产投资的持续萎缩仍是产品销量回暖的主要抑制因素。产品销量持续低迷将令企业收入继续承压，杠杆水平持续处在高位。但我们认为，工程机械企业信用质量将出现一定的分化，龙头企业将受益于更强势的海外市场表现及更出色的成本管控能力，盈利能力及杠杆表现将优于其他企业。

我们认为，2024 年工程机械企业仍将面临销量下滑的压力，但是降幅将有所收窄，国内市场新增需求萎缩仍是主要掣肘。我们预计 2024 年房地产开发投资将持续萎缩，这将在很大程度上抑制工程机械销量的复苏，相关产品销量仍有下滑压力。但我们认为行业销量降幅将较上一年有所收窄。以挖掘机为例，上一轮行业销量低谷出现在 2015-2016 年，而其使用年限在 7-10 年，由此推测，2024 年国内挖机更新需求将重启。其次，我们预计基础设施建设投资仍将起到经济托底作用，将在一定程度上利好下游需求。2023 年四季度增发的 1 万亿元国债将重点用于灾害防御、重建等基础设施投入，我们认为这将在一定程度上提振中大型挖掘机、装载机、推土机等基础设施建设机械需求。

我们认为，中国工程机械市场出口增速将有所放缓，但不同产品、不同企业之间的增速将有较大差异。2023 年 1-9 月工程机械出口金额累计同比增速为 12.6%，较 2022 年的 24.6%有了明显的放缓。我们认为，在高基数效应下，过去出口较多、市场较为成熟的挖掘机、装载机等产品的出口增速将有所放缓，而以推土机、起重机为代表的其他品类，仍将保持一定增速。同时，不同企业的出口表现也有较大差异，龙头企业凭借更强的产品研发和销售水平，出口表现优于行业平均水平，以三一重工为代表的龙头企业 2023 年上半年挖掘机出口同比增长超 30%，高于行业平均水平。考虑到出口工程机械产品毛利率往往更高，我们认为，海外市场表现良好的龙头企业将有更好的盈利表现，其更强的议价能力、成本管控能力也将使其信用表现优于其他企业。

我们预计，2024 年工程机械企业财务风险将维持在高位，融资租赁等信用销售手段在行业低谷期将放大企业的或有负债风险。上一轮景气周期内工程机械企业杠杆率的改善主要基于利润规模的扩大，并不是来自对债务的主动压缩。随着收入规模持续处在低位，企业的杠杆率将保持在相对高的水平。此外，融资租赁等信用销售模式可能在下行周期内形成更多的担保回购义务或者坏账压力，从而提升

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜
北京
Huang.wang@spgchinaratings.cn

企业的杠杆水平。行业需求低迷，客户的现金流状况也会有所恶化，延期支付租金情况出现的频率可能会走高，企业因此履行的回购规模可能也会上升。

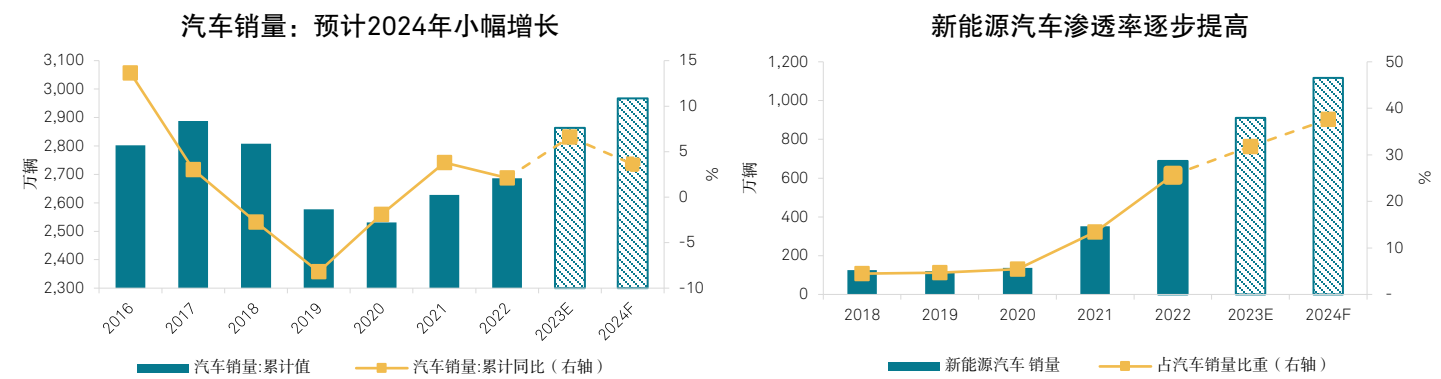
关注

- 行业销量仍有下行压力，企业收入仍将处在低谷，出口能力一般的企业销售压力更大，信用质量持续承压。
- 行业信用销售比重较高，按揭担保、融资租赁等销售模式所形成的或有负债规模较大。市场策略激进、风控水平欠佳的企业将承受更大的信用风险。

整车制造

工商企业

新能源汽车和出口带动增长，行业竞争加剧



注：E 为估计值，F 为预测值。
资料来源：中国汽车工业协会、Wind、标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年汽车销量将小幅增长，整车制造行业的竞争将趋于激烈，企业利润率或承压。但强劲的现金流使得企业的财务风险维持稳定，大部分企业能够凭借稳定的政府支持或自身较强的实力保持稳定的信用质量。

我们预计，2024 年全国乘用车销量将较 2023 年小幅增长，新能源汽车销量增长将成为国内汽车销量的稳定器，汽车出口持续带来增量。国内方面，在促消费政策的刺激下，2023 年乘用车整体销量有望实现小幅增长，燃油车销量跌幅将收窄。我们预计，2024 年国内乘用车销量将维持平稳，虽然促销费政策预期将会延续，但是长期需求的增长仍依赖消费者情绪和购买能力的恢复，新能源汽车在高基数的背景下销量增速将放缓，渗透率预计突破 35%，而燃油车市场仍将受到挤压，销量继续下滑。出口方面，随着国内整车制造企业的产品力和品牌力不断提升，海外认可度持续提高，我国汽车出口仍将保持增长，但在高基数与贸易摩擦的阴影下，增速或将放缓。

我们预计，整车制造企业面临的竞争将加剧，大部分企业的利润率将承压。虽然原材料价格的下降有助于压降成本，但新能源新车型的推出和燃油车销量下滑的双重压力使得车企仍有降价促销的动力。同时，大部分传统整车制造企业新能源车型的盈利能力仍较燃油车型偏弱，新能源车销量占比的提升或导致综合利润率承压。此外，车企还需要持续不断地研发新技术、推出新产品，扩充产能以提升其产品在市场上的竞争力，资本开支和研发支出将维持较高水平，但大部分企业有望凭借较强的再融资能力维持稳定的财务风险。

我们认为，整车制造企业的信用质量将维持稳定。在大型整车制造企业中，国有企业占比较高，它们往往在带动相关产业链发展、税收贡献、促进就业等方面发挥着重要作用，能够凭借政府支持维持稳定的信用质量。部分自主品牌自身实力强劲，在新能源汽车市场中的地位较为稳固，也能够维持稳定的信用质量。我们将持续关注新能源转型步伐较慢、销量和盈利能力弱化的企业。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

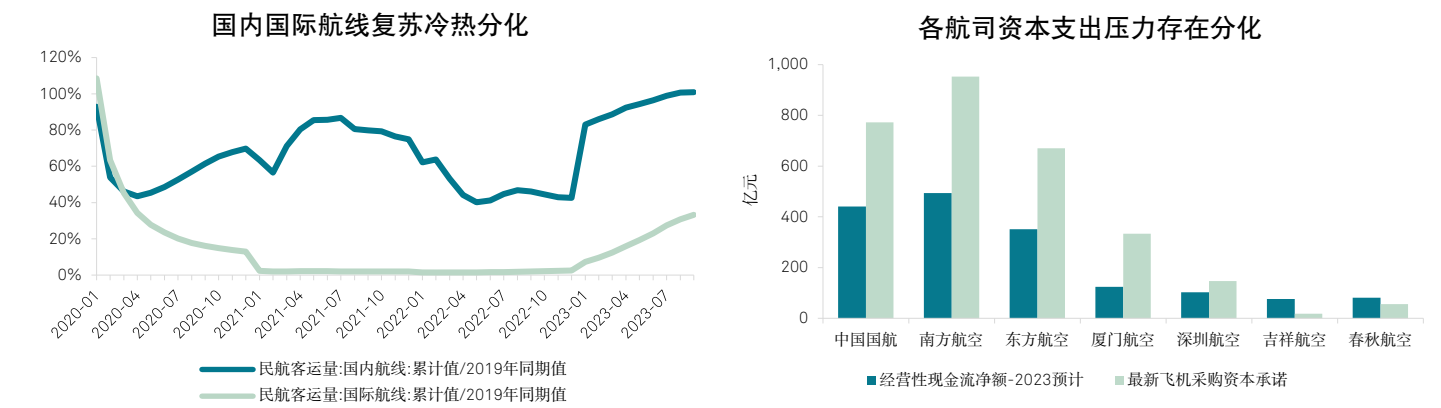
关注

- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 整车制造企业新能源战略的进展，企业能否推出具有竞争力的车型，或者原有热门车型能否继续保持优势地位。
- 新能源汽车车辆购置税免税力度下降对高端车型需求的透支和抑制。

航空公司

工商企业

行业复苏将延续，企业杠杆表现或分化



资料来源：中国民用航空局，公司披露，Wind，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2024 年航空公司的盈利和现金流将继续改善，国际航线复苏或为主要驱动因素。行业削债需要时间，各航司的杠杆水平将因资本支出压力的不同而产生分化。外部支持依然有力，企业信用质量将保持稳定。

我们预计，2024 年国际航线的复苏将是推动航空公司现金流继续改善的主动力。2023 年国内航线快速复苏，行业可用座公里、收入客公里等经营指标已超越 2019 年同期水平，带动航司现金流快速改善。然而，受航权谈判、出入境政策、境外机场保障能力等多重因素制约，国际航线复苏进度不及预期，国际航线客运量仅恢复至 2019 年同期三成的水平。我们认为，国际航线的恢复需要一个相对缓慢的过程，例如，消化护照、签证办理的积压性需求需要时间，境外机场地空保障能力的恢复也需要时间。2023 年 10 月，美国交通部宣布增加中美直飞航班数量，我们认为这一突破将为国际航线的复苏注入积极因素。我们预计，随着拖累因素的不断缓和及化解，国际航线有望在 2024 年继续复苏，支撑航空公司现金流进一步改善。

我们预计，资本支出强度的差异将令航司杠杆走势产生分化，飞机购置支出相对缓和的航司杠杆改善更明显。随着经营性现金流强劲修复，航空公司将逐步消化过往 3 年因弥补资金周转缺口而累积的债务，但飞机购置资本开支将拉长削债的过程。2023 年三大航集团层面的带息债务较 2019 年增长超千亿，其最新的飞机采购资本支出合计超两千亿，约为 2023 年预计经营性现金流的两倍，资本支出压力将令三大航的杠杆水平维持高位。而一些地方性及民营航空公司的资本支出则相对缓和，这些企业的财务杠杆有望随现金流改善而明显回落。

我们预计，尽管行业偿债指标的彻底修复仍需时日，但强有力的外部支持将支撑企业信用质量维持稳定。金融机构的融资支持也将一如既往，再融资渠道和成本方面的优势将增强航空公司的财务韧性。

关注

- 国际航线复苏进展。
- 飞机购置相关的大额资本支出令航司债务及杠杆承压。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

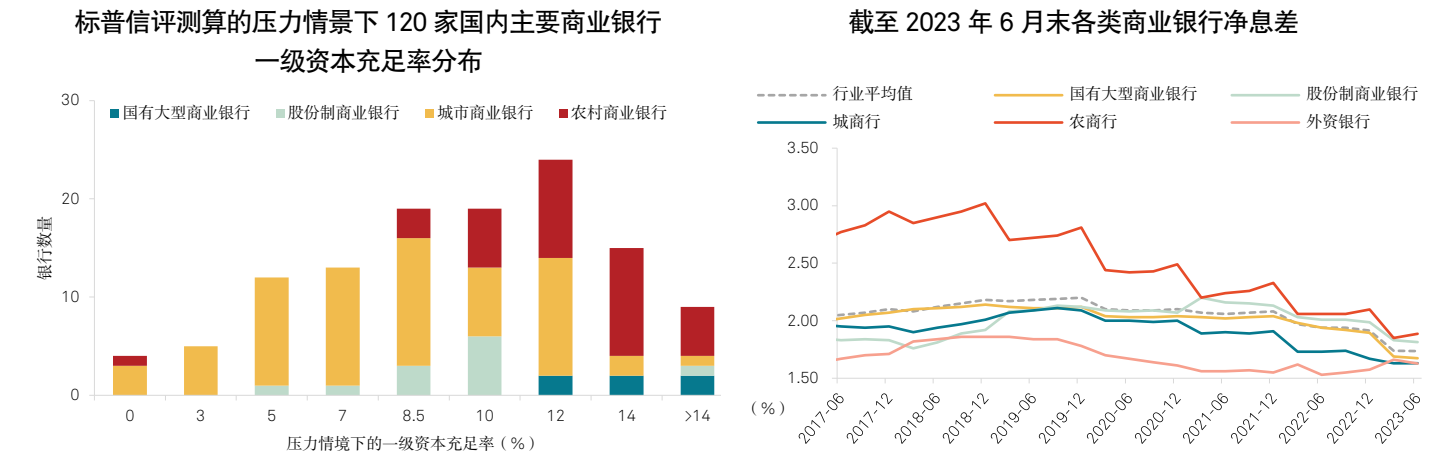
北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

商业银行

金融机构

中小银行资本韧性差异大，结合政府支持，行业信用质量稳定



注：压力测试是以 2022 年报披露数据为基础。压力测试情景假设银行关注类贷款 100%迁徙到不良；二阶段贷款 100%迁徙到三阶段；银行展期贷款的 30%-50%迁徙到不良；如果以上方式确定的问题贷款比例低于 6%，我们会假设 6%的问题贷款比例用于压力测试。以上不良贷款的损失率在 70 -90%之间。房地产和建筑业贷款的 30%为不良，该部分坏账的损失率为 70%。

资料来源：国家金融监督管理总局，各银行公开信息，标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

国有大行将继续保持稳定的资产质量、资本水平及盈利能力。截至 2023 年 9 月末，六大行的不良率为 1.30%，较年初下降 0.03 个百分点；六大行 2023 年前三季度年化平均总资产利润率 0.82%，同比下降 0.07 个百分点；其平均披露口径资本充足率为 16.46%。国有大行由于业务多样性好，资本充足率高，盈利性强，对公房地产敞口有限，面对各类风险因素冲击的资本韧性很好。

由于对公房地产敞口较高，加之目前的盈利性和资本充足性弱于国有大行，个别股份制银行的资本充足性在压力情景下会面临一定挑战，但总体仍表现出较好的资本韧性，个别股份制银行在压力情景下可能发生的资本缺口规模可控。截至 2023 年 6 月末，股份制银行的平均披露口径资本充足率为 13.31%，不良率为 1.29%；上半年资产利润率为 0.79%。

一部分区域性中小银行（包括城商行和农商行）应对房地产风险的资本韧性一般。不同银行的资本韧性差异很大，主要影响因素包括存量问题贷款和问题投资资产规模、小微企业展期贷款规模、房地产开发贷款规模、拨备覆盖程度、拨备前盈利性等各种因素。在我们进行了压力测试的 66 家主要城商行中，有 67% 的银行在压力情景下的一级资本充足率低于 8.5%。

随着一揽子化债方案的实施，商业银行城投敞口的信用风险可控，但是化债措施可能带来息差压力，影响银行盈利。2023 年银行净息差压力明显。2023 年上半年商业银行的净息差为 1.74%，较上年同期下降了 20 个基点。我们认为 2024 年银行净息差将稳中有降。

友好的流动性环境、稳定的存款基础和有力的政府支持为高风险中小银行妥善化解风险争取到了时间和空间。尤其是地方政府支持中小银行专项债发行加速，缓解了高风险中小银行的资本压力；城投风险的平稳化解也缓解了地方城商行的信用质量压力。

关注

- 房地产开发相关敞口影响部分中小银行的资本韧性。

分析师

杨建成

北京

allen.yang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

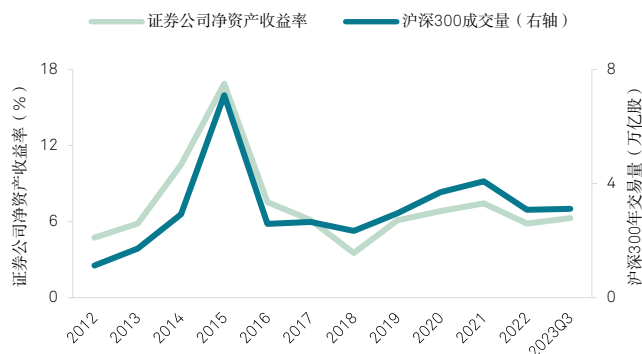
ying.li@spgchinaratings.cn

证券公司

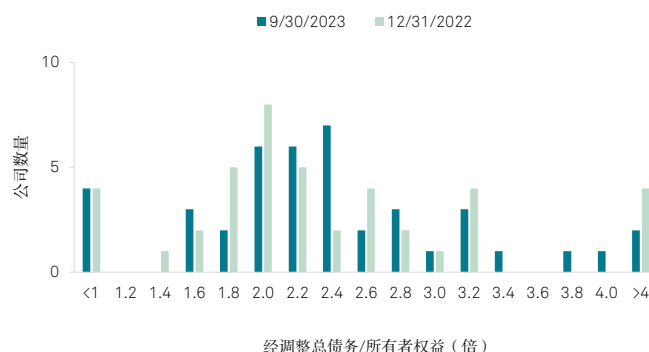
金融机构

虽然面临收入下降压力，低杠杆继续支撑其信用质量保持稳定

国内股市交易量以及上市证券公司平均净资产回报率



主要 42 家上市证券公司 2023 年 9 月末及 2022 年经调整杠杆倍数分布



注 1：2012-2021 年证券公司净资产收益率为中国证券业协会数据，2022、2023Q3 为上市证券公司加权平均年化净资产收益率；2023 年 Q3 沪深 300 成交量采用 1-9 月数据/3*4 进行了年化处理。
注 2：在计算经调整总债务/净资产时，虽然永续债和优先股被纳入所有者权益，但由于其股权属性更弱，在危机时损失吸收能力更弱，我们将其由权益调整为债务；长期股权投资亦从权益中扣除。
资料来源：Wind，各公司公开信息，经标普信评收集和整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

2023 年证券业务面临下行压力，但对行业信用质量无显著负面影响。行业性质决定了证券行业的盈利波动会大于银行业金融机构，但由于杠杆低，资本韧性好，证券公司未来 12 个月的主体信用质量将保持稳定。

2023 年前三季度证券行业业务表现总体稳定，自营投资表现好于上年同期，是行业收入和盈利改善的主要驱动因素，但同期经纪业务净收入、利息净收入、投行业务净收入同比均有下滑。2023 年 7 月以来 IPO 节奏阶段性放缓，企业首发上市数量及 IPO 融资金额下降，我们预计投行业务收入未来可能继续承压。

2023 年前三季度，证券公司表现出了良好的盈利韧性。主要 42 家上市证券公司营业收入和净利润较上年同期分别增加 2% 和 8%。主要上市证券公司前三季度加权平均年化净资产收益率为 6.26%，较 2022 年 5.83% 有所上升，但仍低于 2021 年 9.56% 的水平。在收入增速乏力的情况下，券商有效控制了运营成本，是 2023 年盈利性保持良好的重要原因。

低杠杆继续是证券行业在证券市场波动中保持良好信用质量的核心因素。多数证券公司继续保持低杠杆经营，为行业应对不利市场情景奠定了坚实基础，保证了证券公司稳定的信用质量。截至 2023 年 9 月末，主要上市证券公司经调整杠杆倍数为 2.9 倍，较上年末的 2.8 倍略有增加，但仍然保持了很充足的资本水平。

证券公司风险状况总体稳定。证券公司股票质押式回购业务规模普遍较小，信用类业务表现平稳。虽然部分券商持有的高风险房地产开发商债券会对其近期的盈利产生明显负面影响，但由于券商杠杆不高，承受信用风险损失的能力强。

我们认为，各级政府对证券公司的支持态度无重大变化。由于绝大部分证券公司经营稳定，近期少有政府支持危机中券商的重大案例，但政府继续保持了对该行业的支持态度。

关注

- 保持低杠杆是证券行业保持信用质量稳定的关键因素。

分析师

王燕惠

北京

stephanie.wang@spgchinaratings.cn

李迎

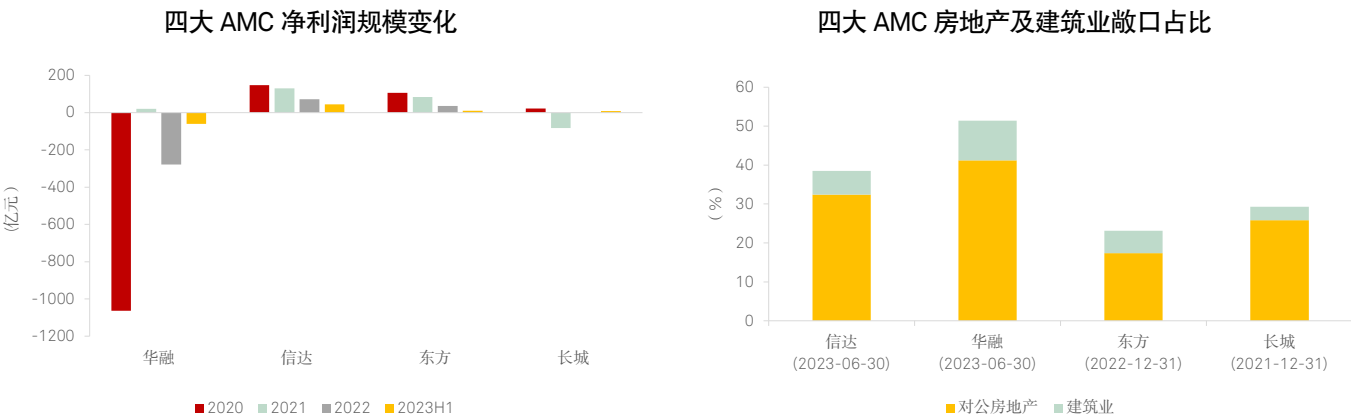
北京

ying.li@spgchinaratings.cn

不良资产管理公司

资产质量带来的资本压力继续，政府支持至关重要

金融机构



注 1：中国长城尚未披露 2022 年度和 2023 年中期财务报告。长城 2023 年上半年净利润为归母净利润。
注 2：敞口占比为贷款、债权投资、其他债权投资中的对公房地产或建筑业敞口/（贷款+债权投资+其他债权投资总额）。敞口数据是基于各公司财报中信用风险披露，各公司口径可能有差异。华融 2022 年出售了华融湘江银行，故其口径不含贷款。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

四大不良资产管理公司（AMC）在资本承压影响下新增业务规模受限。截至 2022 年末，信达、华融和东方合并口径下持有不良资产总额同比变化分别为-2%，-11%和 3%。2023 年上半年，不良资产业务持续收缩，信达、华融合并口径下持有不良资产总额均同比下降 5.5%左右。

四大 AMC 杠杆较高。截至 2023 年 6 月末，华融、信达、东方的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）分别为 22、6 和 4 倍，截至 2022 年 6 月末，长城的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）为 8 倍。由于资产中坏账占比高，AMC 的实际资本压力大于简单杠杆倍数反映的情况。

部分 AMC 发生亏损，对资本的侵蚀明显。华融在 2020 年、2022 年和 2023 年上半年分别亏损 1063 亿元、278 亿元和 60 亿，分别占当年期初净资产的 65%、27%和 12%。长城 2021 年亏损 82 亿元，占期初净资产的 13%。

受房地产业震荡影响，四大 AMC 的资产质量继续承压。截至 2023 年 6 月末，信达不良债权投资资产的二阶段资产占比为 25%，较年初上升 11 个百分点，三阶段占比 14%，较年初上升 4 个百分点。其他三家未公开披露该时点的资产二三阶段划分情况。我们认为中国信达的风险管理在四大 AMC 中处于领先水平。

四大 AMC 有很高的房地产业敞口。截至 2023 年 6 月末，信达的债权投资、其他债权投资和发放贷款及垫款中对公房地产敞口为 32%；华融的债权投资和其他债权投资中对公房地产敞口为 41%。

四大 AMC 的拨备水平远弱于商业银行，未来拨备压力大，影响其盈利质量和资本韧性。截至 2023 年 6 月末，信达的债权投资拨备对二三阶段资产的占比为 38%，相比之下，国有四大行的拨备对二三阶段贷款的平均覆盖接近 100%。

长城截至目前尚未披露 2022 年财务报表，公司的资产质量和资本水平不确定性高。公开信息显示，2023 年上半年长城母公司口径实现净利润 13.36 亿元，公司实现归母净利润约 8.03 亿元。结合政府支持，公司目前仍然保持了稳定的融资。

分析师

邹雪飞
北京
eric.zou@spgchinaratings.cn

李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

我们预计大型 AMC 未来 12 个月融资与流动性将保持稳定。虽然 AMC 资产负债错配风险显著，不良资产业务现金流入可预测性差，不良资产回收周期长，但大型 AMC 与政府的股权关系密切，较容易获得银行授信，而且在危机情况获得政府流动性支持的可能性高。

中央政府的特殊支持是支撑四大 AMC 信用质量的重要因素。我们认为四大 AMC 将继续获得中央政府的特殊支持，主体信用质量保持稳定。

地方 AMC 在地方政府化解当地中小银行风险的过程中发挥了越来越重要的作用。虽然资产质量压力加大，但当地政府支持是维持其信用质量稳定的主要考虑。

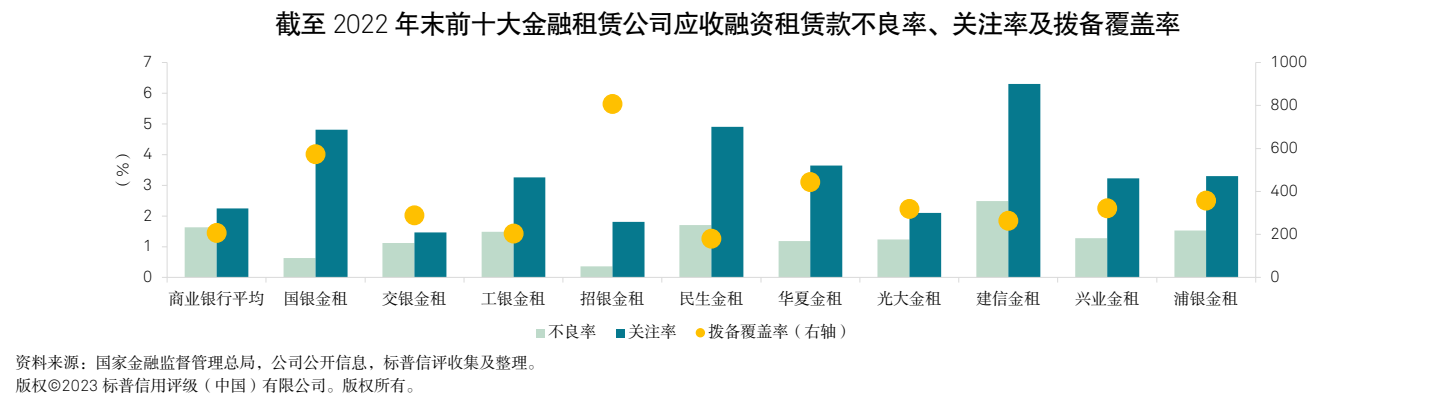
关注

- 较大的房地产敞口风险将继续影响 AMC 在 2024 年的盈利性、资产质量和资本实力。

金融租赁公司

金融机构

监管要求下业务转型挑战大，但集团支持下信用风险可控



展望

监管规定提高了对金融租赁公司业务的专业化要求，行业进入业务转型过渡期。2022 年监管加强了对金融租赁公司业务的监管，要求摒弃“类信贷”经营理念，突出“融物”特色功能。严禁将道路、市政管道、水利管道、桥梁、坝、堰、水道、洞，非设备类在建工程、涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物。2023 年 10 月颁布的《国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》要求金融租赁公司规范租赁物及租赁业务模式，优化租赁业务结构，2024 年新增业务中售后回租业务占比相比 2023 年前三季度要下降 15 个百分点，力争在 2026 年实现年度新增直租业务占比不低于 50% 的目标。

以上两项监管规定将对金融租赁公司未来几年的业务增速产生重大影响。行业将迎来深刻的业务结构调整，租赁专业化程度会有提高，但很可能伴随着中短期业务规模收缩，收入下降的压力。由于金融租赁公司的信用质量具有母公司的可靠支撑，我们认为以上变化对行业信用质量影响可控。头部银行系金融租赁公司凭借母行的客户资源和自身在经营性租赁方面的专业实力，将继续保持行业领先地位。

金融租赁公司的资本将继续保持充足。截至 2022 年末，30 家主要金融租赁公司平均一级资本充足率约为 13.2%，充分满足监管要求。2024 年，预计行业业务增速不高，所以资本消耗速度不快，资本能够继续保持充足。

国内 LPR 多次下调，融资租赁业务竞争激烈，人民币租赁业务收益率下降；同时美元利率提高，飞机租赁等美元租赁业务盈利性下降。虽然短期盈利性承压，但是对行业资本充足性并无负面影响。

我们估计金融租赁公司的城投风险情况与银行对公信贷业务面临的城投风险相似。随着一揽子化债方案的实施，城投敞口的信用风险可控，但是化债措施可能带来息差压力，影响机构盈利。

2022 年以来金融租赁公司债券融资规模大幅下降，但整体融资仍然保持稳定。2022 年金融租赁公司发行人民币债券 74 亿元，同比减少 89%。由于银行借款和同业融资渠道稳定，债券融资规模下降并没有影响金融租赁公司的融资稳定性和流动性。我们预计 2023 年末行业债券融资渠道会逐步恢复。

由于监管要求金融租赁公司的发起人在必要时对其资本和流动性提供支持，我们通常认为金融租赁公司对母公司的重要性极高。因此，我们预计金融租赁公司的主体信用质量将保持稳定。

关注

- 监管对构筑物类租赁资产、售后回租业务进行了限制，需关注该政策对展业的影响。

分析师

邹雪飞
北京
eric.zou@spgchinaratings.cn

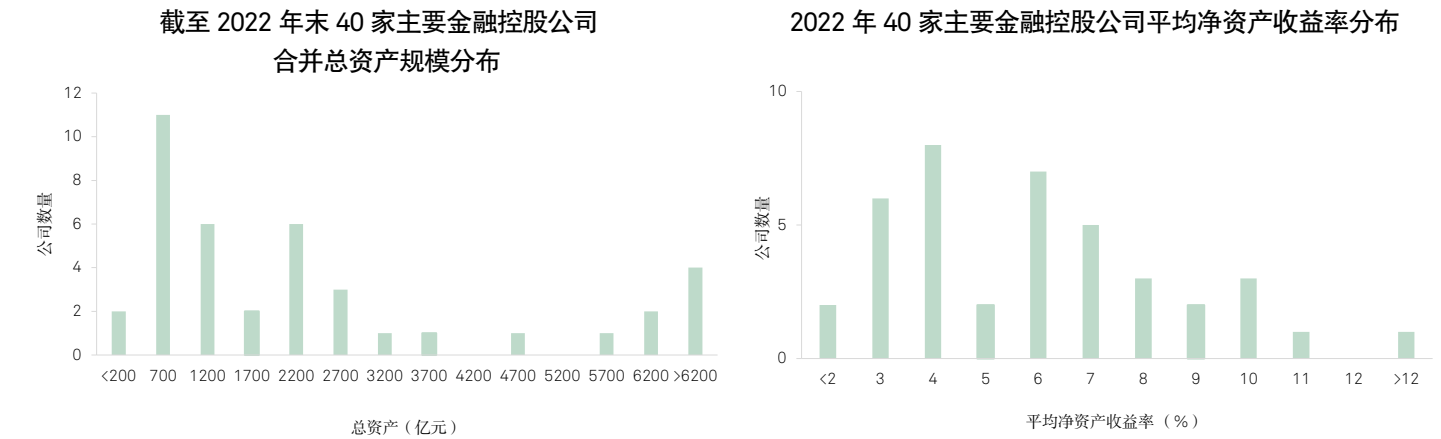
陈奇伟
北京
qiwei.chen@spgchinaratings.cn

李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

金融控股公司

金融机构

资产透明度低，外部支持是支撑金控公司的主要信用特征



资料来源：Wind，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

金融控股公司资产规模往往大于一般金融公司。截至 2022 年末，40 家主要金融控股公司总资产中位数为 1,657 亿元（2021 年总资产中位数为 1,460 亿元，同比增长 13%），在非银金融机构中规模较大。发债的金融控股公司常见的业务类型包括商业银行、证券、融资租赁、小贷、担保、股权投资、不良资产管理。国内规模领先的金融控股公司往往控股大中型银行。

金融控股公司在非银金融机构中杠杆总体较低。40 家主要金融控股公司经标普信评调整的杠杆倍数（调整后总债务/所有者权益，考虑了表外担保、表内股权投资以及永续债发行的影响）中位数为 3 倍左右。但由于业务复杂，资产质量情况不透明，部分金控公司的资本质量一般。

金融控股公司盈利性参差不齐。2022 年 40 家主要金融控股公司的平均净资产收益率中位数为 5.3%（2021 年为 6.3%），总体盈利能力略低于银行业金融机构平均水平。

金融控股公司的风险状况通常较为复杂。有负面影响的子公司主要是担保公司、股权投资公司、信托公司以及不良资产管理公司。房地产市场情况加剧了信托子公司的信用风险，但我们认为刚兑风险可控。

考虑到股东背景，金融控股公司的融资与流动性压力往往不大。主要发债金融控股公司通常有较强的政府或央企提供支撑，市场信心较强，由于具有良好的外部融资渠道，总体保持了良好的融资与流动性。

从金融和社会稳定的角度出发，我们认为政府支持的重点是从事经营活动的实体而非控股公司。但对于政府控股的金控公司，政府出于自身声誉风险考虑，很可能对其提供支持。

关注

- 信托子公司刚兑风险。
- 不良资产管理、担保、小额贷款和股权投资业务带来资产质量压力。
- 很多金控集团结构复杂，风险状况透明度较差。

分析师

邹雪飞
北京
eric.zou@spgchinaratings.cn

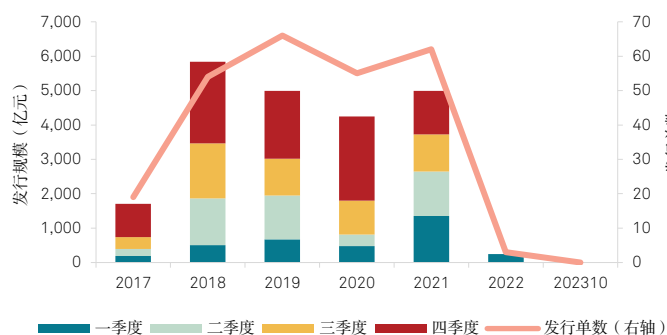
李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

RMBS

结构融资

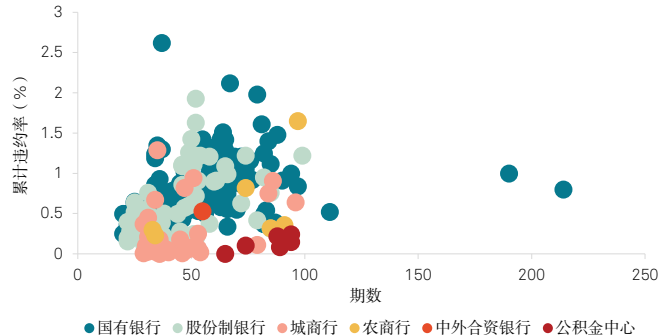
信用质量稳定，市场静候重启

2017年至2023年10月末RMBS发行情况



注：上图数据截至 2023 年 10 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型发起机构RMBS累计违约率



展望

受房地产行业市场环境和个人住房抵押贷款增速疲软等因素影响，2023 年前 10 月 RMBS 市场仍未有新项目发行，未来发行规模及节奏仍有较大不确定性。今年以来的“提前还款潮”以及存量房贷利率下调对存续 RMBS 项目的资产池早偿率和证券期限造成了较大影响，但我们认为，存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现将会继续保持稳定。

2023 年 9 月以来，根据《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》（以下简称“《通知》”）的要求，RMBS 项目的发起机构与借款人可采用贷款置换或合同利率调整的方式降低存量首套房贷利率。其中，对于基础资产采用合同利率调整的 RMBS 项目，其证券化资产池的加权平均贷款利率有所降低；而对于采用贷款置换方式的部分 RMBS 项目，在 10 月迎来了较大幅度的早偿。以标普信评所评的 RMBS 项目为例，仅在 2023 年 10 月的受托报告中，优先级证券的单期受偿率（某项目当期优先级证券本金受偿金额/发行时优先级证券本金未偿金额）在 1.33%-42.65%不等。作为对比组，9 月受托报告的单期受偿率为 1.12%-1.65%。

我们认为，此次早偿更多体现为即期性，合同置换带来的高早偿相较于原高利率合同下的高早偿延续性更弱，预计未来早偿率将逐步回归历史中枢区间。同时，此次高早偿事件将会对 RMBS 项目各档证券的久期产生影响，尤其是部分项目的过手摊还档证券久期将显著缩短；特别地，对于部分过手摊还档已清偿完毕的项目，其固定摊还档（如有）在转变为过手摊还后久期也会受到影响。

在本次高早偿事件冲击下，部分项目的单期还款年化早偿率已突破 99%。考虑到高早偿一方面对正利差项目具有缩减利差的负面作用，另一方面具有减少证券本金违约的正向作用，我们认为当年化早偿率非常高时（如在 90%以上），后者的正向作用会抵消前者因正利差而损失的利息，这一综合结果可以通过在早偿率升高假设下标普信评的增信缓冲指标先下降后上升予以体现。同时标普信评所评 RMBS 项目优先级证券积累了大量的增信缓冲，因此信用质量并未受到影响。

项目量方面，2023 年前 10 月尚未有 RMBS 项目发行，延续了 2022 年以来的低迷态势。我们认为，随着《通知》的出台，作为 RMBS 项目基础资产的住房按揭抵押贷款存量的下降趋势得到了一定的缓解，但在上游房地产行业弱复苏的背景下，银行持续发行 RMBS 项目的动力存疑，市场的未来发行量也将在很大程度上取决于监管政策导向与市场创新。

分析师

张恩杰

北京

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

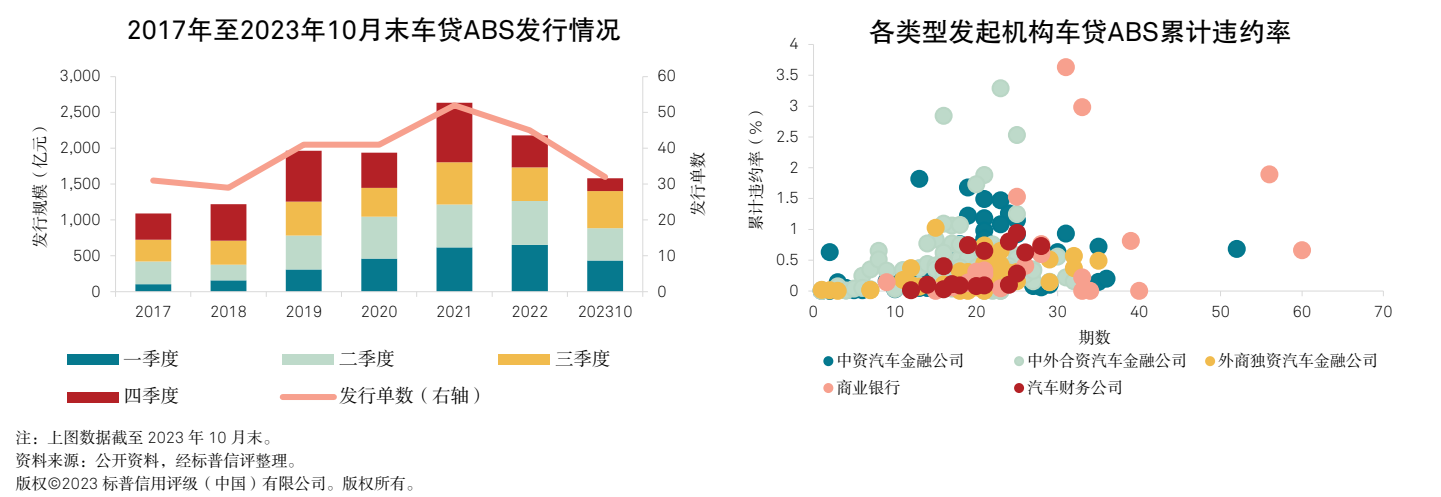
关注

- 2024 年仍需持续关注基础资产中仅办理抵押权预告登记住房的建造和交付风险、小区和开发商集中度风险，以及因未及时处理正式抵押登记而致使受托机构无法行使抵押权的风险。
- 持续关注利率变化对个人住房抵押贷款的违约、回收和早偿情况的影响，以及对 RMBS 证券的影响。
- 针对房地产市场的各项支持举措能否有效传导至个人住房抵押贷款市场，进而影响 RMBS 证券发行情况。

车贷 ABS

结构融资

信用质量与发行规模保持稳定，市场向“绿”而行



展望

随着公众的出行需求上升，结合中国新能源汽车领先的技术储备和生产工艺，我们认为汽车金融业务整体渗透率将进一步上升，但各类金融机构之间的竞争将愈加激烈，个体的渗透率可能出现波动甚至下降的情况。我们预计，2024 年存续车贷 ABS 项目的资产和产品信用质量表现都将继续保持稳定，但在不同的发起机构、不同类型的入池资产之间将持续分化，这将与各发起机构的客群定位、促销政策、风控审批等紧密相关。

在宏观经济承压的背景下，车贷 ABS 体现出了小额分散类资产的抗风险性。车贷 ABS 项目的早偿率在今年上半年有所波动，我们认为这在一定程度上受到了季节、整体市场利率下行等因素的影响。受车贷产品期限不等、发起机构的贴息政策不同等因素影响，各个项目的早偿表现有所差异；但由于存续项目的基础资产中贴息较为普遍，早偿情况整体可控。截至 2023 年 10 月末，大部分已发行车贷 ABS 项目基础资产的累计违约率保持在 2%以内；经济环境承压对市场的短期冲击导致近年来资产逾期率的攀升和波动，但整体逾期率仍处于较低水平。我们预计，存续车贷 ABS 项目的证券信用表现仍将保持稳定。

此外，得益于新能源汽车市场的持续增长以及绿色金融政策支持力度的加大，近年来中国绿色汽车金融 ABS 发行量迎来了爆发式增长。截至 2023 年 10 月末，累计发行绿色车贷 ABS 交易 21 单，累计发行金额约 674 亿元，其中 2023 年 1-10 月的发行量 396 亿元已创新高，超过 2022 年全年发行水平。天津长城滨银、广汽汇理和长安汽车金融均在今年首次加入绿色车贷 ABS 发行机构的行列。相较于传统车贷 ABS，绿色车贷 ABS 项目的样本量相对不足，大部分发起机构尚处于试水期。各发起机构的绿色车贷 ABS 在资产特征上有所分化，这或与每家机构的金融产品方案及证券化策略有关，但由于大多数发起机构仍沿袭传统燃油汽车车贷 ABS 的发行经验，新能源贷款流程和风控体系亦差异不大，因此，目前绿色车贷 ABS 的证券特征和资产表现尚未明显分化。同时，随着新能源汽车电池等关键技术的发展、相关基础设施的建设以及新能源二手车市场流通环境的改善，我们认为，与新能源汽车相关的基础资产将更多地体现在未来的车贷 ABS 项目中，预计未来会有越来越多的发起机构向“绿”而行。

自 2022 年以来，车贷 ABS 已成为信贷资产 ABS 市场的主力军，投资人对车贷 ABS 产品的认可度也越来越高。但我们也观察到，车贷 ABS 发行节奏较上年有所减缓，不同发起机构可能受到不同的内外部因素影响，包括融资渠道的成本差异、汽车销售及贷款规模的下滑和内部系统的升级改造等。我

分析师

施蓓蓓
北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

们预计 2024 年车贷 ABS 的整体发行规模可能不会大幅偏离 2023 年水平，发起机构仍以汽车金融公司为主。此外，2023 年 7 月国家金融监督管理总局新发布的《汽车金融公司管理办法》（以下简称“《办法》”）拓展了汽车金融公司的业务范围，未来汽车金融公司或将发行租赁类或其他新业务类型的 ABS 产品。整体而言，我们认为《办法》的出台将会为车贷 ABS 市场的进一步发展注入动能，对汽车金融公司在产品设计、风险控制等方面产生的影响有待观察。

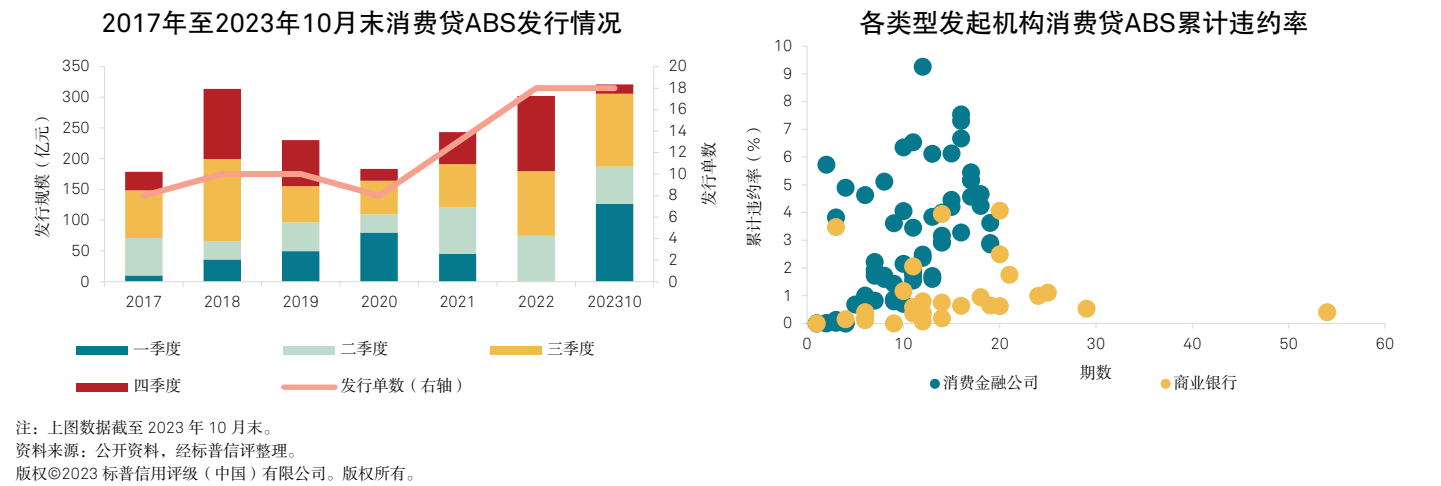
关注

- 《办法》落地后对市场的影响，如汽车金融公司和汽车租赁公司的产品线变化。
- 随着新能源汽车作为基础资产的权重逐渐增加，需要关注相关政策、技术和基础设施等对入池资产特征和表现的影响，同时关注不同发起机构或金融产品的回收方式以及新能源车企的持续经营能力。
- 经济下行以及市场竞争激烈的环境中车贷 ABS 资产的逾期率及早偿率的波动。

消费贷 ABS¹

结构融资

发行规模持续复苏，信用质量分化明显



展望

随着消费相关行业的回暖，消费信贷需求亦有所复苏，个人消费贷款的渗透率也保持上升的趋势。我们预计，2024 年银行间消费贷 ABS 产品的发行规模有望持续增长，产品表现将保持稳定，但不同类型发起机构（商业银行和消费金融公司）和产品的资产信用表现或将进一步分化。

消费贷 ABS 产品的发行规模在 2018 年达到高点之后骤降，近几年逐步恢复，2023 年 1-10 月的发行规模约 320 亿元，已超去年全年总量。各类发起机构依然呈现出头部效应，海尔消费金融于今年发行了其首单消费贷 ABS。我们预计，2024 年消费贷 ABS 产品的发行规模有望继续呈现上升的态势，同时，市场也将迎来越来越多的参与者加入。这一方面为整体市场增添了更多的活力，另一方面也对风险甄别和结构设计提出了更高的要求。

消费贷产品是基于借款人信用的无抵押贷款，贷款的最终表现很大程度上依赖于放款机构的风险偏好、信贷审核以及产品定价。由于消费场景的多样化，其产品的定位和设计灵活度很高，因而消费贷 ABS 产品的基础资产标准化程度相对较低，不同放款机构以及同一机构不同类型产品的特征都会有所差异。我们认为，不同消费贷产品的定价区间会对发起机构的客群有较大的影响，进而会直接反映在其消费贷 ABS 的资产信用质量上。整体而言，相较 2020 年及之前，近两年消费贷资产的加权平均贷款年利率延续了下降的趋势，这与市场和监管环境有一定关系。

从资产表现看，在经济下行、行业监管从严以及竞争加剧的背景下，消费贷 ABS 体现出了小额分散类资产的抗风险能力，但消费金融公司和商业银行产品的累计违约率分化较为显著。这与不同发起机构的风险偏好、融资成本、客群定位都有一定关系。同样地，消费贷 ABS 的早偿情况也根据贷款产品的设计不同而差异较大，比如到期一次性还本和随借随还类资产的早偿率通常在高位波动。我们认为，不同类型产品的市场细分并不会在短期发生改变，未来不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化。

关注

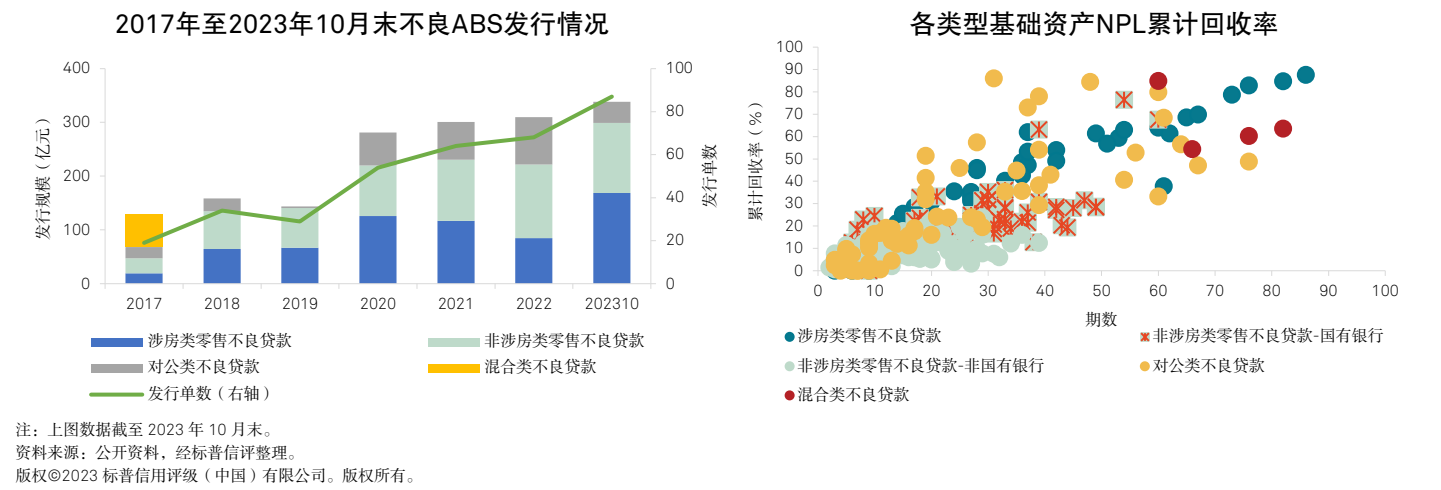
- 不同类型产品之间的可比性以及历史数据是否对证券化资产池具有代表性。
- 经济环境承压下不同发起机构和产品的资产信用表现的差异性和波动性。

¹ 本文中的消费贷 ABS 系指在银行间市场发行的个人消费贷款资产支持证券，不包括信用卡分期 ABS。

不良资产证券化

结构融资

发行规模持续增长，回收分化趋势加剧



展望

在宏观经济承压的背景下，不良资产证券化已成为银行处置不良的重要渠道，越来越多的发起机构进入了常态化发行的阶段。截至 2023 年 10 月末，不良资产证券化发行规模为 338 亿元，相比去年同期上升 88%，延续了近年来不良资产证券化持续上升的趋势。我们认为，这一趋势短期内不会发生逆转，2024 年不良资产证券化供给端动力仍将保持，且不良资产证券化的基础资产仍将以个人零售类不良贷款为主。

不同资产类型的不良资产证券化产品在交易结构、兑付频率和回收情况等方面都有着较大差异。具体而言，我们观察到涉房类不良证券化产品通常有着相对更少的增信支持；截至 2023 年 10 月末，涉房类零售不良的加权平均优先级增信约为 62%，非涉房类零售不良贷款的加权平均优先级增信约 90%，我们相信这一差异体现了房产抵押物所提供的回收增信。同时，我们也观察到近年来证券的兑付频率持续提高，尤其是信用类不良资产证券化产品，按月和按双月兑付的占比逐步增加。回收方面，截至 2023 年 10 月末，涉房类零售不良贷款项目对应的加权平均累计回收率在 37%左右，这与非涉房零售不良贷款项目的 17%有着显著差异。我们预计，不同机构、不同产品的分化趋势或将更加明显，其中涉房类零售不良贷款的回收表现仍将处于较好的水平。

基于其较为充足的超额抵押率及相对较短的存续期，标普信评认为不良资产证券化产品的优先级证券信用质量保持稳定。相比于正常资产的证券化，不良资产证券化通常有着较多的增信以吸收原本已被纳入不良的基础资产损失的现金流。信用类不良资产证券化产品由于不涉及抵押物的处置及相对较低的回收预期，优先级证券的存续期限也较短，通常情况下在一年之内即会兑付完毕，如此短的风险暴露期也进一步稳定了优先级证券的信用质量。我们相信，这一特点在 2024 年也将继续在不良资产证券化中得以保持。

关注

- 信用类不良资产的催收是否实现预期，是否与以往情况产生较大差异，催收环境、不同机构的催收政策等对回收的影响。
- 关注抵押类不良资产的处置流程和市场回收情况，其回收时间和金额或面临较大不确定性。

分析师

张恩杰
北京
Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

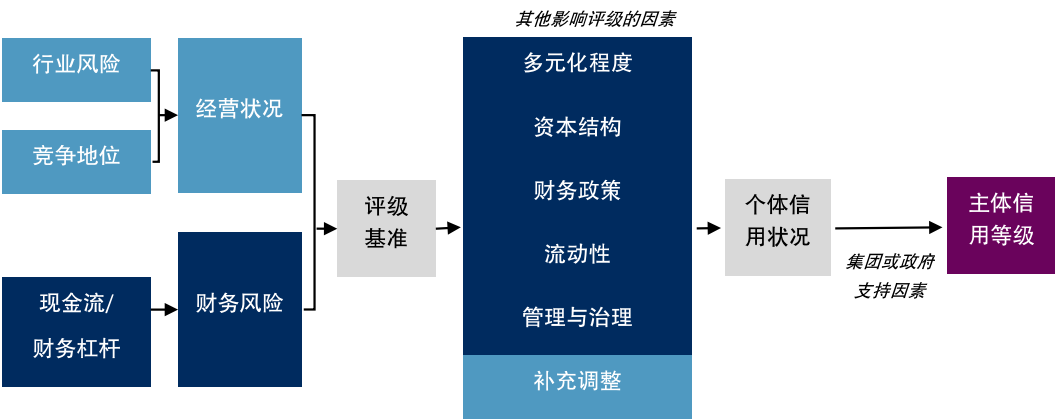
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

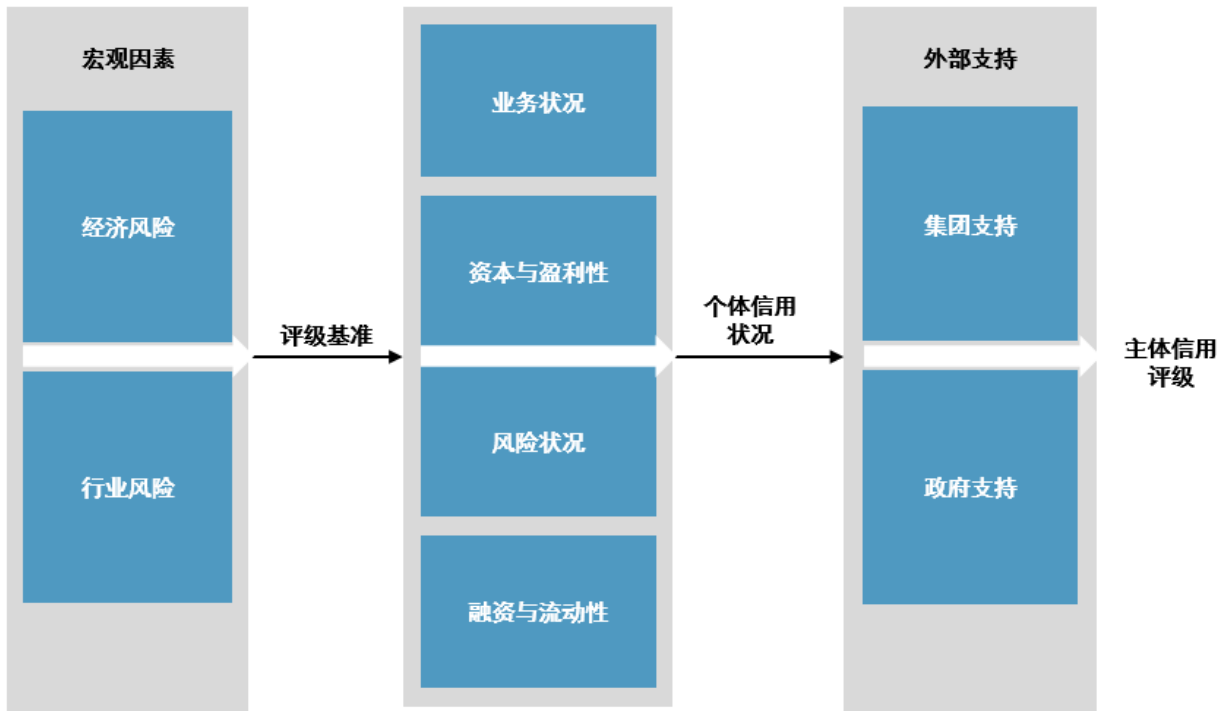
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

工商企业评级方法论框架

根据标普信评工商企业评级方法论框架，在分析非金融企业信用质量的时候，我们通常会对企业的行业风险和竞争地位进行分析得到企业的经营状况，进而分析企业的财务风险和其他影响因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

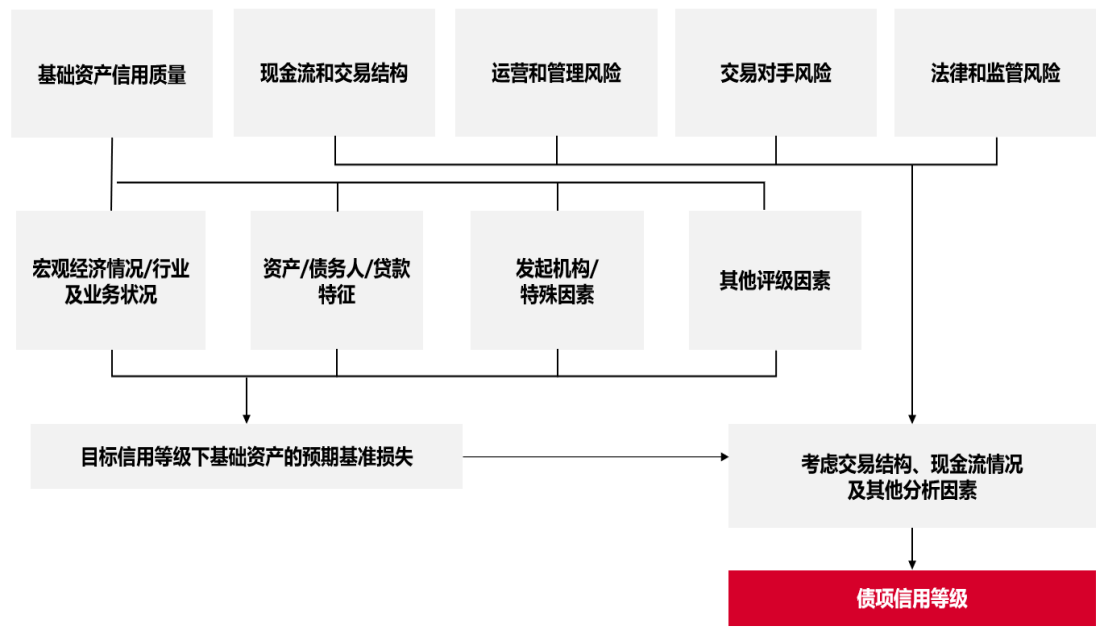


金融机构评级方法论框架



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对其级别做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。

结构融资评级方法论框架



商务团队列表

销售 - 发行人端

宋汝君

Icing Song

评级业务部负责人

icing.song@spgchinaratings.cn

销售 - 投资人端

王一钢

Yigang Wang

投资机构业务部负责人

yigang.wang@spgchinaratings.cn

市场推广及投资人服务

王雨潇

Rachel Wang

市场推广部负责人/投资者服务

rachel.wang@spgchinaratings.cn

李自强

Peter Li

评级业务市场总监

peter.li@spgchinaratings.cn

张一

Michael Zhang

投资机构业务副总监

michael.zhang@spgchinaratings.cn

马思洋

Sylvia Ma

市场推广专员

sylvia.ma@spgchinaratings.cn

刘军

Leo Liu

评级业务市场总监

jun.liu@spgchinaratings.cn

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。