



四月行业信息监测与市场分析（第二期）

投资管理部

2019年5月15日

目 录

一、 本月行业重点信息回顾.....	3
【宏观动态】	3
1. 中共中央政治局会议：积极的财政政策要加力提效 稳健的货币政策要松紧适度.....	3
【政策趋势】	3
2. 国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》	3
3. 农商行再获降准近 2%，不搞“大水漫灌”保持流动性合理充裕.....	3
【监管动态】	3
4. 厦门金融监管局：暂停受理融资租赁企业注册	3
5. 银保监会：3 年内全面排查农村中小银行股权	3
6. 银保监会：以股交中心为主建立全国非上市银行等金融机构股权登记托管体系	4
7. 地方网贷注册再次开启 新玩家抢注意义不大.....	4
8. P2P 备案试点方案全文流出 这 11 个方面均有限制.....	4
【公司资产】	5
9. 广州设立 200 亿元民营上市公司并购纾困基金.....	5
10. 可全国范围兼并收购 首家投资管理型村镇银行获批	5
【零售金融】	6
11. 关于促进中小企业健康发展的指导意见提出 进一步落实普惠金融定向降准政策.....	6
12. 一季度我国新增普惠金融贷款 7193 亿元	6
【地产金融】	6
13. 六大行年报披露：2018 年近半新增贷款奔赴楼市.....	6
【特殊资产】	7
14. 《中国金融不良资产市场调查报告（2019）》发布，不良资产市场化处置格局形成.....	7
15. 地方银保监部门鼓励有条件的银行将逾期 60 天以上贷款纳入不良.....	7
二、 本月全国融资成本（债券市场与非银金融）	7
三、 本月市场信息分析主要观点.....	8
四、 行业观察报告分享.....	9
《依托 SaaS 系统的大东车慧这样重塑生态圈》	10
《狮桥租赁概况及其融资模式分析》	12
《2018 年全国不良资产白皮书——福建篇》	17
《二三线城市土地市场明显回暖！哪些有风险？哪些该进入？》	21
《地方债务置换有四种写法，你知道么？》	25

一、 本月行业重点信息回顾

【宏观动态】

1. 中共中央政治局会议：积极的财政政策要加力提效 稳健的货币政策要松紧适度

中共中央政治局 4 月 19 日召开会议，会议要求：1、宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。2、要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。3、要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。4、要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇。

【政策趋势】

2. 国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》

4 月 28 日，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》（简称：《方案》）。核心观点：《方案》的主要关注点有：坚持一企一策、因企施策，成熟一个推动一个，运行一个成功一个；出资人实行责任清单管理，切实减少对国有企业的行政干预；推行职业经理人制度，实行市场化薪酬分配制度，完善中长期激励机制，尤其是允许国企开展股权激励、支持国有创投企业核心团队持股；加快混改，鼓励有条件的企业上市、引进战略投资者等等。

3. 农商行再获降准近 2%，不搞“大水漫灌”保持流动性合理充裕

在金融供给侧结构性改革的大背景下，增加对小微、民企的金融支持力度是当务之急。因此，为确保小微企业融资规模增加、成本下降，4 月 17 日召开的国务院常务会议上，明确提出了抓紧建立对中小银行实施较低存款准备金率的政策框架。

目前实际上大型商业银行执行的存款准备金标准为 12%或 13%；中小型商业银行（包括县域农商行）实行的标准为 10%、11%或 11.5%；而县域农村金融机构实际执行 7%或 8%的准备金率。

在本月 16 日-19 日四个交易日内，央行累计释放 5000 亿元流动性，旨在“维护银行体系流动性合理充裕”。在 4 月 12 日的央行例会中，央行表示，将会把握好货币供给的总闸门，不搞“大水漫灌”的同时，也会保持流动性的合理充裕。

【监管动态】

4. 厦门金融监管局：暂停受理融资租赁企业注册

2019 年 4 月 17 日，厦门市地方金融监督管理局发函致市场监督管理局、自贸委：暂停受理融资租赁企业注册。

据报道，厦门市地方金融监督管理局已于日前下发《关于商请暂停受理融资租赁商业保理企业注册申请的函》（下称“函文件”）。函文件显示，根据国家发展改革委、商务部关于印发《市场准入负面清单（2018 年版）》的通知要求，非金融机构、不从事金融活动的企业，在注册名称和经营范围中原则上不得使用“融资租赁”“商业保理”等与金融相关的字样。

函文件还表示，融资租赁、商业保理已发生风险污染，故需加强监管。且监管职责虽已转移至银保监，但准入及监管规则尚不明确，因此商请暂停注册申请。

5. 银保监会：3 年内全面排查农村中小银行股权

为贯彻落实党中央、国务院关于打好防范化解金融风险攻坚战决策部署，2017 年以来，银保监会全面深入开展银行业

市场乱象整治工作，重点对公司治理、股东股权、影子银行和交叉金融等方面存在的问题进行了综合治理，查处了一批违法违规行。其中，股东股权问题是市场乱象整治的一个重点内容，也是影响农村中小银行健康发展的一个重要环节；合理透明的股权结构、规范良好的股东行为是农村中小银行公司治理的基础，也是机构稳健发展的保证。

为进一步夯实农村中小银行公司治理基础，规范股东股权管理，银保监会将 2018 年确定为农商行“强化公司治理年”，制定了《农合机构股东股权专项排查整治三年规划》，**全面周密部署所有农合机构按照 100%的比例开展自查，各银保监局自 2018 年-2020 年，每年按照不低于 30%、35%和 35%的比例进行抽查；其中 2018 年重点抽查拟改制为农商行的机构、由高风险机构改制的农商行以及股东股权管理严重混乱的机构等三类机构。**

6. 银保监会：以股交中心为主建立全国非上市银行等金融机构股权登记托管体系

4 月 26 日，银保监会网站发布《商业银行股权托管办法（征求意见稿）》（下称《办法》）。《办法》旨在规范商业银行股权托管，加强股权管理，提高股权透明度。

此次《办法》共四章 20 条，包括对银行及托管机构的要求、托管机构的资质要求、责任认定、托管义务、监管措施等。《办法》所称的股权托管是指商业银行与托管机构签订服务协议，委托其管理商业银行股东名册，记载股权信息，以及代为处理相关股权管理事务。中国境内依法设立的商业银行以及农村合作银行、农村信用社、金融资产管理公司、信托公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、货币经纪公司、消费金融公司以及经银保监会批准设立的其他金融机构，均适用该《办法》。

在发布《办法》的同时，银保监会还发文要求，在《办法》施行前，未进行股权托管的商业银行，原则上应于 2020 年 6 月底前将股权托管至符合本办法要求的托管机构。股权托管前，商业银行股权托管工作应按照公司治理流程履行必要的手续，并完成监管规定的股东资格审批或报告程序。对于已上市银行（包括 H 股上市），以及在全国中小企业股份转让系统挂牌股份的商业银行，托管工作按现有法律法规执行。

7. 地方网贷注册再次开启 新玩家抢注意义不大

近日，《网络借贷信息中介机构有条件备案试点工作方案》（以下简称《方案》）流出。根据《方案》，将网贷机构分为区域性和全国性的经营平台，并在实缴资本、风险准备金和风险补偿金等方面做出区别规定。具体来看，省级平台实缴资本不少于 5000 万元，全国性平台实缴资本不少于 5 亿元。

新政策影响下，网贷行业新一轮的洗牌已经开始。北京商报记者在工商信息查到，地方网贷注册再次开启。4 月 9 日，“辽宁牛呗网络借贷信息中介”成立，注册资本金 500 万元人民币；4 月 10 日，“辽宁悦富网络借贷信息中介”成立，注册资本金 5000 万元人民币。不过，这两家新注册平台未设立相关网站，工商注册信息均显示“暂无电话”，无法取得联系。

从目前网贷行业监管形势看，已经暂停了网贷平台注册。辽宁两家新平台的注册，均在朝阳市双塔区市场监督管理局登记，应属于偶然事件，并不具有普遍性。在备案尚未明确和落地的情况下，新平台的注册均将受到限制。按照目前的监管办法，新注册平台并不存在备案机会。但在行业备案试点执行一定阶段，行业风险出清、运营稳定之后，有可能放开新平台的注册条件，并允许符合条件的平台备案。

8. P2P 备案试点方案全文流出 这 11 个方面均有限制

4 月 8 日，一份《网络借贷信息中介机构有条件备案试点工作方案》的文件流出。该文件对试点网点机构备案工作做出了详细的规定。

文件基本内容与此前业内流传的说法并无太大区别，如区域性和全国性经营的机构分类、一般风险准备金和风险补偿金的要求、注册资本金的门槛、股东信息审查等；但是对公司高管、制度、业务要求、出借人保护做了明确的规定，在细节上更加详尽。

文件内容总共涵盖 11 个方面。零壹财经仔细阅读了相关内容，总结要点如下表。

序号	指标名称	区域经营机构	全国经营机构	要求
1	经营业务	经营地、出借人、借款人 与注册地在同一省级	经营地、出借人、借款人 与注册地可在不同省级	区域性机构要在18个月内对跨省业务整改清零。
2	实缴注册资本	不低于5000万元	不低于5亿元	6个月内补足
3	一般风险准备金	借贷余额的1%	借贷余额的3%	12个月内将存量业务的风险准备金补足；在存管银行开设专门账户。
4	风险补偿金	每一借款人借款项目金额的3%	每一借款人借款项目金额的6%	12个月内将存量业务的风险补偿金补足；在存管银行开设专门账户。
5	股东信息审查	法人股东连续经营5年以上，无不良记录；最近3个会计年度持续盈利；净资产达总资产的30%以上；权益性投资余额不超过净资产的50%；法人股东为境内非金融企业法人；无重大过失或负债。		6个月内调整并上报
6	高管管理	5年以上相关从业经验；无重大过失或负债。		6个月内调整并上报
7	公司治理制度	建立风险隔离制度、机构治理制度、风险退出制度。		6个月内建立并完善
8	创新业务发展	禁止拆分债权、期限错配；担保方不能是网贷关联方；不得将信用信息核实、资信评估等业务外包；第三方合作机构不得向借款人收取息费或兜底。		10个月内完成整改
9	交易主体	平台不得为主要股东或关联方发布融资标的		
10	投资者保护	单人在同一机构出借不超过20万，不同机构不超过50万；单人累计出借超5万元的，要提供个人资产50万、年收20万或夫妻双方年收入30万的证明。		-
11	注册名称及经营范围	备案登记后由地方金融监管部门提供备案登记号；未经金融办批准禁止使用“网络借贷信息中介”字样。		6个月内完成修改

来源：原文件，零壹智库

【公司资产】

9. 广州设立 200 亿元民营上市公司并购纾困基金

4月17日，广州市政府办公厅正式发布《关于支持我市民营上市公司稳定发展的若干措施》，该文件指出，在广州国发集团等市属国有企业出资30亿元组建国资产业并购基金的基础上，充分发挥杠杆撬动作用，引导金融机构和社会资本共同参与，形成总规模200亿元的民营上市公司并购纾困基金，在符合相关规定的前提下收购民营上市公司控股股东股权或对上市公司实施增资扩股，探索利用夹层投资、私募份额交易做市基金等方式纾解民营上市公司融资困难。

10. 可全国范围兼并收购 首家投资管理型村镇银行获批

首家投资管理型村镇银行获批筹建。常熟银行8日发布公告称，该行于4月4日收到中国银保监会《关于筹建兴福村镇银行股份有限公司的批复》，同意筹建兴福村镇银行股份有限公司（下称兴福村镇银行）。值得注意的是，此次获批的投资管理型村镇银行牌照可在全国范围内开展村镇银行的兼并收购。

去年12月17日，常熟银行发布公告称拟发起设立投资管理型村镇银行，名称为兴福村镇银行，注册资本不超过15亿元，不低于10亿元，该行持股比例不少于90%。

所谓投资管理型村镇银行，其机构类别仍是村镇银行，只是代替母行集约化管理原母行旗下的众多村镇银行。

根据原银监会去年1月份印发的《关于开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点工作的通知》，明确已投资一定数量村镇银行且所设村镇银行经营管理服务良好的商业银行，可以新设或者选择1家已设立的村镇银行作为投资管理行。投资管理型村镇银行受让其主发起人已持有的全部村镇银行股权，可以继续投资设立或者收购村镇银行，并对所投资的村镇银行履行主发起人职责。

【零售金融】

11. 关于促进中小企业健康发展的指导意见提出 进一步落实普惠金融定向降准政策

中共中央办公厅、国务院办公厅 4 月 8 日印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求营造良好发展环境，破解融资难融资贵问题，完善中小企业融资政策，进一步落实普惠金融定向降准政策；支持利用资本市场直接融资，加快中小企业首发上市进度，为主业突出、规范运作的中小企业上市提供便利。

具体而言，支持利用资本市场直接融资。加快中小企业首发上市进度，为主业突出、规范运作的中小企业上市提供便利。深化发行、交易、信息披露等改革，支持中小企业在新三板挂牌融资。推进创新创业公司债券试点，完善创新创业可转债转股机制。研究允许挂牌企业发行可转换公司债。落实创业投资基金股份减持比例与投资期限的反向挂钩制度，鼓励支持早期创新创业。鼓励地方知识产权运营基金等专业化基金服务中小企业创新发展。对存在股票质押风险的企业，要按照市场化、法治化原则研究制定相关过渡性机制，根据企业具体情况采取防范化解风险措施。

完善中小企业融资政策。进一步落实普惠金融定向降准政策。加大再贴现对小微企业支持力度，重点支持小微企业 500 万元及以下小额票据贴现。将支小再贷款政策适用范围扩大到符合条件的中小银行(含新型互联网银行)。将单户授信 1000 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格担保品范围。

积极拓宽融资渠道。进一步完善债券发行机制，实施民营企业债券融资支持工具，采取出售信用风险缓释凭证、提供信用增进服务等多种方式，支持经营正常、面临暂时流动性紧张的民营企业合理债券融资需求。探索实施民营企业股权融资支持工具，鼓励设立市场化运作的专项基金开展民营企业兼并收购或财务投资。大力发展高收益债券、私募债、双创专项债务融资工具、创业投资基金类债券、创新创业企业专项债券等产品。研究促进中小企业依托应收账款、供应链金融、特许经营权等进行融资。完善知识产权质押融资风险分担补偿机制，发挥知识产权增信增贷作用。引导金融机构对小微企业发放中长期贷款，开发续贷产品。

12. 一季度我国新增普惠金融贷款 7193 亿元

新华社北京 4 月 28 日电 记者从中国人民银行获悉，一季度我国普惠金融领域贷款增长持续加快，一季度增加 7193 亿元，同比多增 2692 亿元。

央行发布的金融机构贷款投向统计报告显示，一季度末，人民币普惠金融领域贷款余额 15.57 万亿元，同比增长 14.4%。其中，普惠小微贷款余额 10.05 万亿元，同比增长 19.1%；农户生产经营贷款余额 5.18 万亿元，同比增长 6.6%；创业担保贷款余额 1132 亿元，同比增长 8.6%。

此外，一季度住户经营性贷款稳步增长。数据显示，一季度本外币住户贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 564 亿元。其中，住户经营性贷款增加 3839 亿元，住户消费性贷款增加 1.43 万亿元。

【地产金融】

13. 六大行年报披露：2018 年近半新增贷款奔赴楼市

近期披露的中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行和中国邮政储蓄银行这六家国有商业银行年报显示，2018 年，六大行合计新增贷款及垫款 5.13 万亿元，其中个人住房贷款新增 2.53 万亿元，占比高达 49.39%。

近几年来，个人按揭贷一直是国有大行新增贷款投向重心，但份额正在逐年下降；此外，虽然国有大行个人按揭贷投放规模仍在增加，但同比增速亦出现明显下滑。

工商银行、中国银行、农业银行、邮政储蓄银行新增贷款投向个人住房贷款的比例，从 2016 年的 64.51%、70.47%、78.17%、60.64%，分别下降到 2017 年的 59.31%、54.29%、57.48%、60.64%，再进一步下降到 2018 年的 54.89%、49.6%、43.2%、40.1%。2016 年几大有银行个人住房贷款同比增幅均在 30%左右。2018 年，工商银行和农业银行的房贷增速降至 17%以下，分别同比增 16.54%、16.8%；建设银行、中国银行、交通银行房贷增速降至 15%以下，增幅分别为 12.83%、14.44%、12.29%。

【特殊资产】

14. 《中国金融不良资产市场调查报告（2019）》发布，不良资产市场化处置格局形成

4月10日，中国东方资产管理股份有限公司在京发布2019年度《中国金融不良资产市场调查报告》，这也是中国东方连续第12年发布报告。

调查报告显示，2018年在去产能、去杠杆形势下，我国商业银行不良贷款规模持续上升，且结构性分化加剧。其中，**全国性银行不良贷款率小幅下降，但农村商业银行、城市商业银行不良贷款率仍在上升**。2019年，我国商业银行不良贷款余额、不良贷款率或出现“双升”态势；未来3年到5年，银行业不良资产不排除缓慢上升趋势。

资产管理公司受访者认为，不良资产市场逐渐回归理性，资产包价格将回落，预计资产包价格可能回落10%左右。

来自银行的人士认为，预计我国商业银行关注类贷款迁徙率在20%-40%，不良贷款见顶时间在2020年或以后，银行关注类贷款规模变动大体同步。

15. 地方银保监部门鼓励有条件的银行将逾期60天以上贷款纳入不良

有消息称，目前已有地方银保监部门鼓励有条件的银行将逾期60天以上贷款纳入不良。

事实上，为有效服务供给侧结构性改革，督促商业银行加大不良贷款处置力度，真实反映资产质量，腾出更多信贷资源提升服务实体经济能力，去年3月份，原银监会就印发了《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，决定调整商业银行贷款损失准备监管要求。

不过，文件设定了前提条件，就是将逾期90天以上贷款全部纳入不良贷款的银行，方能享受到拨备覆盖率由150%调整为120%-150%，贷款拨备率由2.5%调整为1.5%-2.5%监管政策的优惠。如此规定的目的在于促进商业银行准确进行五级分类，真实反映信贷资产质量。从执行结果来看，虽然一些银行不良贷款呈现“双升”，但总体风险可控。从已披露2018年年报的19家A股上市银行来看，资产质量总体平稳。截至2018年末，有13家银行不良贷款率较上年末下降，1家持平，5家上升；15家银行拨备覆盖率较上年末有所提升，4家下降。

时隔不到一年，监管部门再度“发力”，进一步鼓励商业银行收紧不良贷款认定口径。鼓励将逾期60天以上贷款纳入不良，对不良贷款能收尽收、应核尽核，由此反映了监管部门采取更为审慎的监管态度，这也是监管部门逆周期调节所采取的一项重要举措，有助于推动银行业更加稳健经营。

二、 本月全国融资成本（债券市场与非银金融）

2019年4月2日至2019年4月15日，总共统计了97家发行人新发行的148只债券，涉及融资规模3203.24亿；以及32家非银金融机构新发行的82个融资项目，涉及融资规模257.25亿。

2019年4月16日至2019年4月29日，总共统计了86家发行人新发行的113只债券，涉及融资规模2203.21亿；以及28家非银金融机构新发行的83个融资项目，涉及融资规模267.8亿。

整体来说，本月融资项目与融资成本发行整体呈现以下特点：**1、从项目类型上看**：政信类项目发行占比下滑，以政信类信托规模为例环比下降39.09%，房地产项目仍占最大比重但发行规模也环比下降约29.14%，收益权转让、应收账款转让等公司融资信托项目占比提升；**2、从项目发行主体评级来看**：相比一季度以AAA评级企业为主，本月AA及以下评级发行主体融资占比提升，显示市场避险情绪有所下降；**3、非银金融机构占比情况**

来看：相比上月发债总规模有所下降，非银金融机构融资规模占比提升；4、**从融资成本来看**：相比上月，平均融资成本有所上升，主要原因在于可投非标资产的资金仍较有限，且本月融资项目类型企业融资占比提升，政信类占比大幅下降；

地区	项目数	融资金额 (亿)	平均融资成本
直辖市	11	31.7	11.67%
华东地区	41	112.9	12.12%
华中地区	7	31.1	11.76%
华南地区	5	32.2	12.01%
华北地区	1	1.0	13.76%
西南地区	13	37.7	12.78%
东北地区	1	4.0	11.83%
西北地区	3	6.2	12.78%
全国	82	256.7	12.03%

表 1: 四月上旬全国各地区非银金融机构融资成本
(2019. 04. 02-2019. 04. 15)

地区	项目数	融资金额 (亿)	平均融资成本
直辖市	9	32.1	12.11%
华东地区	34	93.2	12.12%
华中地区	10	38.3	11.70%
华南地区	3	24.5	12.09%
华北地区	3	4.7	13.10%
西南地区	19	46.0	11.97%
东北地区	1	1.3	12.85%
西北地区	4	25.9	12.42%
全国	83	266.0	12.03%

表 2: 四月下旬全国各地区非银金融机构融资成本
(2019. 04. 16-2019. 04. 29)

三、 本月市场信息分析主要观点

综合上述市场信息与投资管理部市场接触，形成以下主要观点：

1. 金融供给侧改革加码，资金荒与资产荒并存

金融机构业务与投向受限。四月份以来，针对各类金融、类金融机构主体的监管细则不断出台，包括中小银行、农商行、P2P、融资租赁、商业保理乃至资产管理公司等各类管理细则制度持续出台，“整治金融乱象、回归实体经济”，缓步推动市场出清的整体思路仍未放松。与此同时，资管新规落地满周年，整体力度较预期略轻，但整体非标业务仍受较大限制，各类机构通道业务大幅收缩。

地方负债与房产调控仍未放松，但仍是机构首选资产。一季度至四月份，地方负债仍受较严格监管，地产公司发债略有放松，除发债外地方基础设施建设类融资主要以少数类平台央企为主，融资渠道主要涌向信托融资。在资产荒下，房地产与政信项目依然是金融机构首选资产。

债券违约潮持续，崩盘潮由 P2P 蔓延到私募、财富机构。一季度至四月份，已现 67 起债券违约涉及发行主体 31 家，余额逾 458 亿。以红岭、金诚财富为代表的暴雷事件，或对个人投资者也产生较大冲击。

2. 实体经济融资问题有所缓解，中小企业与个人受惠

一季度各大行在政策指标压力下发力小微贷款，四月份中小银行定向降准落地，中小企业和个人新增融资成本普遍有所下滑。随着中小银行定向降准落地，预计各类中小企业的贷款成本都将有所下降。

3. 城市房地产市场整体回暖，全国土拍市场活跃

4 月份土地市场迎来了一波成交小高峰，随着二三线城市土地供应量的恢复，成交建筑面积和成交金额同环比均呈现上升趋势；成交价格也在市场回暖的影响下继续上涨，并达到近一年来的最高点，溢价率同样保持上行，创下 2018 年下半年以来新高。

四、 行业观察报告分享

投资管理部基于每周万德研报、优质微信公众号的 50 篇+阅读研究，每周精选 5 篇摘录核心观点内容分享如下，部分文章为摘录，如需原文请联系我部。

《依托 SaaS 系统的大东车慧这样重塑生态圈》

(本文为物流与供应链金融实战案例系列连载, 由中物联金融专委会研究咨询中心出品)

【摘要】大东依托自身的车联网大数据, 以物流企业为核心, 对商流、数据流、信息流、资金流进行全方位监管, 从而建立领先的数据分析模型, 输出高可靠性的物流企业信用评级, 通过与银行一起合作推出供应链金融服务, 为企业解决资金周转提供便捷的融资渠道, 创造更多的价值。

深圳市大东车慧科技股份有限公司成立于 2013 年 12 月, 是国内领先的物流行业供应链金融整体解决方案服务商, 公司核心团队具有超强的实力背景, 目前, 已合作百余家企业。公司提供的云架构平台和多功能物流 SaaS 系统, 通过先进的数模技术获取多维度不可逆数据, 为物流行业提供低成本综合保险和融资方案, 同时解决金融企业和保险业风控难题。另外企业在保险数据领域的势力也处于行业前列, 目前, 已与人保, 太平洋, 民安, 大地, 中太保等多家一线保险公司建立合作。大东能为保险公司提供 UBI 降赔付数据以及全流程系统风险管控和开拓优质客户的宝贵商机。

大东的产品架构是由 SaaS 云平台、途途卡车 APP、智能车载硬件组成的。大东物流 IT 技术服务云平台服务能对“人、车、户”的交易动态以及历史运单进行查询; 对信息、交易、货物跟踪、结算等环节实施全过程、透明化的动态管理; 独创的司机 KPI 管理评价模型, 能对每位司机进行深度管控; 手机 app 能让司机与运输联系地更加紧密; 与美国最大的无车承运人公司罗宾逊打通了数据接口, 可以实现国际物流门到门服务; 在线金融、保险服务, 多维度多角色财务对账。

1、产品简介

大东凭借领先的数模技术, 通过免费给保险公司提供物流大数据, 可基于“司机驾驶行为习惯、路况及车况”的专业保险 UBI 模型, 2013 年大东与中国人保 (PICC) 合作共同搭建了适用于车险市场的 UBI 模型, 为保险公司提供最权威的分析报告。帮助物流公司杜绝假案、纠正驾驶行为以降低赔付率, 最终达到优质客户挖掘以及产品创新。此外, 还可凭借大东物流生态圈渠道 (移动运营商、国家交通运输信息平台), 帮助快速拓展市场。

目前大东已与人保, 太平洋, 民安, 大地, 中再保等多家大型保险公司建立合作。通过大东平台对物流公司的订单真实执行状况、现金流和司机驾驶行为 KPI 考核, 能为保险公司提供 UBI 降赔付数据, 全流程系统风险管控, 筛选优质客户。主要产品如下:

车险保费分期: 大东四重风控打造“低风险+高收益”保费分期产品。

风控 1, 资金方对贷款主体的资质审查;

风控 2, 首期保费由贷款主体承担, 覆盖部分风险敞口;

风控 3, 大东对贷款主体的贷后大数据监管;

风控 4, 资金方可随时发起退保, 款项原路返回至资金方账户。

保险分期: 车主可在该平台直接购买保险产品, 享受分期付款, 缓解车主资金压力。

在途贷: 有明确客户签约的订单且帐期稳定即可申请一定额度的在途费用金融供应链服务。

代收货款/周转贷: 物流承运商代收货款服务, 每月业务量相对固定的承运商可以申请提前收款。

司机信用宝: 依据司机的业务稳定量, KPI 跟踪数据可申请一定额度的信用卡用于在途费用专项花销。

购车贷款: 通过大东云平台全方位监控, 实时了解车辆最新状况和业务情况, 有效降低贷款风险。

ETC/加油等服务卡: 为物流公司提供定向充值卡, 同时可配合金融服务一起提供。

在途追踪设备追踪: 冷链温湿度传感, 集装箱追踪设备, 胎压测试等特殊传感设备的补充。

流量充值服务抽成: 所有在途设备的流量充值, 车载 Wifi 流量充值服务。

2、优势特点

(1) 底层架构优势

业务实现层: 用户能够看到更加精确和逼真的行车轨迹, 更好的使用体验。

数据处理层: 更多可用的应用, 更加稳定。

数据传输层：更加准确及时的信息上传，更加经济的使用费用，可远程更新数据传输结构及内容。

车辆感知层：更加精确的感知，更加全面的信息获取，远程控制与维护。

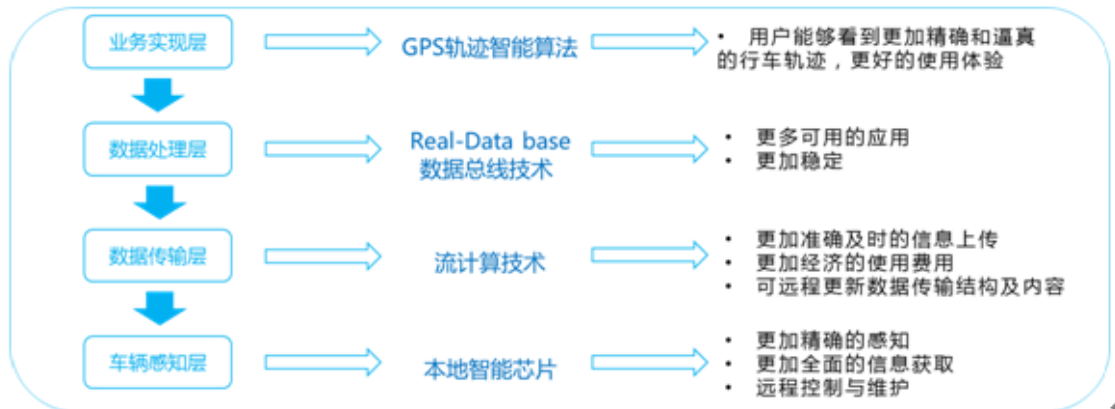


图 12-6 大东车慧底层架构示意图

(2) 数据优势

真实性：人/车/线路/货物/上下游全流程可视化追踪,多维度验证物流企业合同的真实执行状态。

不可逆性：物流公司上下游实现系统全面对接，业务信息流自动导入、执行、运作、结算，加密算法使数据“不可篡改”。

实时性：云平台+手机 APP+车载硬件实现 24 小时车辆运营动态监管、风控预警，随时调取实时数据。

对接性：可将系统端口开放给银行，由银行自主设计实时动态监管预警指标，对接导入数据。

透明可追溯性：数据在交易各方之间公开透明，可追溯的，彻底根除供应链各个环节信息共享中障碍，重新塑造供应链的信用体系。

3、实施过程

以车险保费分期项目为例。凭借车辆大数据和物流大数据，大东保费分期金融在确保高额固定保本收益的同时，可对车险分期项目风险进行有效控制，甚至打造零风险产品。

具体操作步骤如图所示。

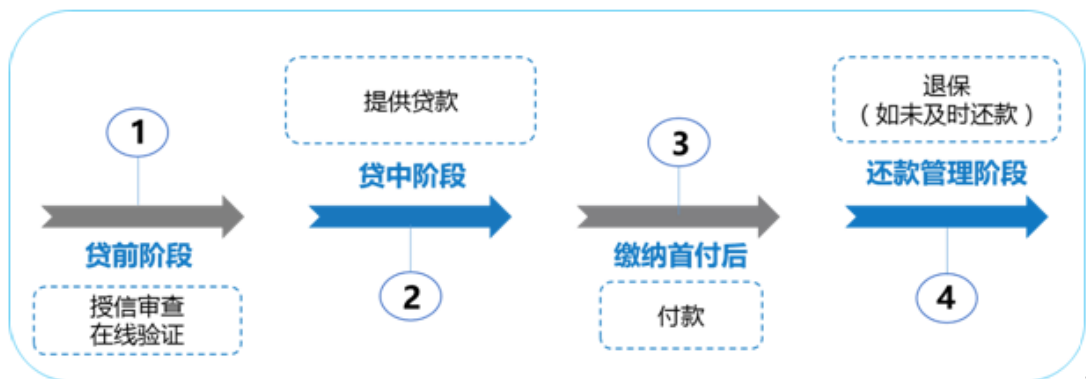


图 车险保费分期流程

①贷前阶段：对贷款主体物流公司进行事前授信审查，在线验证公司资质。

②贷中阶段：由贷款方自行承担首期固定比例保费，资金方对剩余金额提供贷款，覆盖了部分风险敞口。

③缴纳首付后：贷款客户缴纳首付后，资金方一次性付款至保险公司，确保了资金的专款专用。

④还款管理阶段：如贷款方未及时还款，资金方可随时提出退保，退保款项原路返回至保费扣款账户，资金方享有优先扣款权。

4、经验分享

在金融服务方面，大东能够令保险业和金融业青睐的原因，总体为以下三点：

第一，大东是有着物流行业实际应用场景的 IT 系统，通过强大的 IT 服务，占据进入物流行业的入口；

第二，大东的免息车险保费分期项目，通过容易被物流公司接受的刚需产品接入供应链金融服务，是整合物流行业金融需求的服务入口；

第三，大东运用区块链技术，获取物流企业时效性、精准性、安全性的运营数据，成为银行、保险行业不可或缺动态风控工具和进入物流行业的天然入口。

未来，大东车慧以产品及基于产品数据的金融创新，促成金融和产业资本的共赢，借以构建高效、开放的物流协同生态圈。

《狮桥租赁概况及其融资模式分析》

狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“狮桥租赁”）成立于 2012 年 4 月，是一家经商务部批准成立的外商投资融资租赁公司。狮桥租赁是狮桥资本有限公司的控股子公司，狮桥资本有限公司由贝恩资本实际控制 80%。截至 2017 年 12 月，狮桥租赁已完成资产投放 255 亿人民币，资产规模 152.79 亿元。

一、公司基本情况

狮桥租赁注册地在天津，目前注册资本金 33,760 万美元，实际控制人为贝恩资本。2017 年度营收 15.4 亿，净利润 1.55 亿，当前资产负债率 86.86%，不良率 0.72%（狮桥逾期 90 天以上视为不良），拖车回收率 83%。

大公国际资信评估有限公司于 2018 年 6 月 28 日为狮桥租赁出具信用评级报告，狮桥租赁主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

自 2017 年起，狮桥租赁逐渐退出非商用车市场，专注于商用车租赁和物流交通领域。狮桥租赁根据行业特点采取不同的租赁业务模式，包括直接租赁、售后回租和杠杆租赁，尤其以直租和回租业务为主。2018 年出售了其重要的子公司狮桥物流，战略上进一步收缩和聚焦于商用车融资租赁业务。

二、公司财务情况

截至 2017 年底，狮桥租赁总资产达 152.79 亿元，同比增长 65.66%；总负债规模为 132.71 亿元，同比增长 78.47%；2017 年实现营业收入 15.39 亿元，同比增长 97.81%；净利润 1.55 亿元，同比增长 44.35%；平均净资产收益率 8.17%，上升 1.79 个百分点；总资产收益率 1.27%，下降 0.1 个百分点。

（一）资产负债情况

2014-2017 年，狮桥租赁资产规模保持快速增长，年复合增长率达到 59.27%，2017 年底资产规模突破 150 亿元。其中资产以一年内到期的非流动资产和非流动资产中的应收融资租赁款为主，2017 年分别为 71.55 亿元和 58 亿元，占比为 46.83%和 37.96%。一年内到期的非流动资产主要是应收融资租赁款。



图 1：狮桥租赁 2017 年末资产负债情况

随着租赁业务的快速扩张，狮桥租赁对营运资金的需求亦同步增加，其负债规模也快速上升，2014-2017年，总负债的年复合增长率为71.22%。狮桥负债主要为有息债务，由长期借款、短期借款、一年内到期的非流动负债以及应付债券构成。

（二）盈利情况

2014-2017年，狮桥租赁实现营业收入的稳定增长，2017年达到15.39亿元，年复合增长率为32.21%。其中融资租赁业务收入占比逐年扩大，2014-2017年，占比分别为59.31%、99.18%、99.10%和98.51%。2017年净利润达到1.55亿元，较2016年增长44.35%。



图 2：狮桥租赁 2017 年末盈利情况

近三年，狮桥租赁平均净资产收益率持续上升，2017年达到8.17%；2017年总资产收益率稍有下降，为1.27%。

三、融资模式与资本运作

狮桥租赁外部融资渠道畅通，融资类型多样，包括银行授信、保理、发行债券、资产证券化、同业债权转让、战略资本运作等。截至目前，累计已发行13期资产证券化产品，包括12期证监会主管租赁ABS及1期交易商协会主管租赁ABN，发行金额共计138.60亿元；发行1期公司债，金额为4.5亿元。2018年7月11日，在引入百度、阳光保险两家战略投资者后，注册资本达3.38亿美元。

表 1：狮桥租赁 2017 年末融资结构

融资渠道	余额（万元）	比例（%）
银行保理	25,337.85	2.13%
流动资金贷款	67,200.00	5.66%
应收账款转让	206,732.71	17.41%
Pre-ABS	195,048.00	16.42%
应收账款质押	227,280.54	19.13%
资产证券化	421,497.97	35.49%
公司债	44,678.00	3.76%
合计	1,187,775.07	100.00%

数据来源：中信证券-狮桥 2018 年第三期资产支持专项计划募集说明书

资产证券化为融资租赁企业提供了全新的融资渠道，逐渐被越来越多大型融资租赁企业所采用，但相对整个融资租赁行业来说，这种方式目前尚未成为主流。而银行借款、信托计划、保理融资、租赁合同转让等传统模式已经事实上被一般融资租赁企业普遍采用，它们在操作便利性、收益率浮动空间以及资产处置等方面提供了较多的选择空间。

（一）银行授信

狮桥租赁资信状况良好，与平安银行、华夏银行、民生银行、工商银行、浦发银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，具有较强的间接融资能力。截至2018年3月末，公司银行授信总额合计为总额为31.77亿元，未使用授信额度15.08亿元，备用流动性充足。

表 2：截至 2018 年 3 月末公司银行授信情况（单位：亿元，%）

金融机构	授信限额	使用额度	尚可使用额度
平安银行	7.00	1.79	5.21

华夏银行	5.00	4.46	0.54
民生银行	5.00	0.49	4.51
工商银行	3.64	3.26	0.39
浦发银行	3.64	3.14	0.50
南京银行	2.00	0.24	1.76
邮政储蓄银行	1.50	1.49	0.01
世界银行-IFC	1.29	1.29	0.00
浙商银行	1.00	0.00	1.00
富邦华一	0.90	0.50	0.40
东亚银行	0.80	0.04	0.76
合计	31.77	16.69	15.08

数据来源：根据狮桥 2018 年跟踪评级报告资料整理

（二）债券融资

2015 年 12 月 31 日，经中国证监会“证监许[2015]3168 号”文核准，狮桥租赁获准在中国境内面向合格投资者公开发行不超过 4.5 亿元的公司债券（简称为“16 狮桥债”）。

表 3：“16 狮桥债”债券基本情况

债券代码	136169
债券简称	16 狮桥债
债券名称	狮桥融资租赁（中国）有限公司 2016 年公开发行公司债券
发行日	2016 年 1 月 29 日
最近回售日	2019 年 1 月 29 日
到期日	2021 年 1 月 29 日
债券余额	45,000 万元
利率（%）	5.88
还本付息方式	债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息
上市或转让的交易场所	上海证券交易所
投资者适当性安排	面向合格机构投资者交易的债券
报告期内付息兑付情况	已于 2018 年 1 月 29 日进行第二次付息
特殊条款的触发及执行情况	债券在存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，暂未触发
最新评级结论（主体）	AA
最新评级结论（债项）	AA
评级报告出具时间	2018 年 6 月 28 日
评级机构	大公国际资信评估有限公司
评级展望	稳定
募集资金使用金额、使用情况及履行的程序	募集资金已全部使用完毕，狮桥租赁严格按照募集说明书承诺的投向和投资金额安排使用募集资金，实行专款专用。
偿债计划概述	1、本次债券在存续期内每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付，付息日期为 2017 年至 2021 年每年的 1 月 29 日如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息； 2、本次债券的兑付日期为 2021 年 1 月 29 日；如投资者行使回售权，则回售部分债券的兑付日期为 2019 年 1 月 29 日。

数据来源：根据狮桥融资租赁（中国）有限公司公司债券 2018 年半年度报告资料整理

（三）资产证券化

狮桥租赁一直活跃于 ABS 市场，其业务发展前景和风控体系也已获得市场认可。截至目前，已累计发行 13 期资产证券化产品，包括 12 期证监会主管租赁 ABS 及 1 期交易商协会主管租赁 ABN，发行金额共计 138.60 亿元。

表 4：狮桥租赁资产证券化数据统计

发行期次	分级	期限/年	发行利率/%	债券评级	发行规模/亿	发行日期
中信证券-狮桥 2018 年第三期资产支持专项计划	优先 A 档	1.4822	6.8000	AAA	14.6000	2018-07-31
	优先 B 档	1.7315	8.5000	AA	1.6000	2018-07-31
	优先 C 档	1.7315	8.5000	AA	0.6000	2018-07-31
	次级档	2.9808	--	--	1.3711	2018-07-31
	合计				18.1711	
天风-狮桥 2018 年第一期资产支持专项计划	优先 A 档	1.6055	6.8000	AAA	12.1300	2018-06-15
	优先 B 档	1.6055	8.0000	AA	0.6900	2018-06-15
	次优档	1.8548	8.5000	AA	1.0800	2018-06-15
	次级档	2.8548	--	--	1.2000	2018-06-15
	合计				15.1000	
狮桥十期资产支持专项计划	优先 A 档	1.3808	6.1800	AAA	8.9000	2018-05-04
	优先 B 档	1.6301	6.6000	AA+	0.3000	2018-05-04
	优先 C 档	1.6301	6.9000	AA	0.6000	2018-05-04
	次级档	2.8849	--	--	1.2543	2018-05-04
	合计				11.0543	
狮桥九期资产支持专项计划	优先 A 档	1.4411	6.7800	AAA	13.2000	2018-02-08
	优先 B 档	1.4411	7.5000	AA	0.8000	2018-02-08
	次级档	2.9479	--	--	2.4289	2018-02-08
	合计				16.4289	
狮桥融资租赁(中国)有限公司 2018 年度第一期资产支持票据	优先 A 档	1.2712	6.8900	AAA	8.5800	2018-01-19
	优先 B 档	1.2712	7.0000	AA+	0.3400	2018-01-19
	次级档	2.7753	--	--	1.8000	2018-01-19
	合计				10.7200	
狮桥八期资产支持专项计划	优先 A 档	1.5068	5.9000	AAA	14.8000	2017-08-17
	优先 B 档	1.7452	6.6000	AA	1.6000	2017-08-17
	次级档	3.0055	--	--	2.3400	2017-08-17
	合计				18.7400	
狮桥七期资产支持专项计划	优先级	1.5096	6.2000	AAA	6.9400	2017-06-15
	次优级	1.7562	6.8000	AA	0.7800	2017-06-15
	次级	3.0055	--	--	1.0600	2017-06-15
	合计				8.7800	
狮桥六期资产支持专项计划	优先级	1.4192	5.1900	AAA	7.0000	2017-04-18
	次优级	1.6685	6.5000	AA	0.9000	2017-04-18
	次级	2.9151	--	--	1.1000	2017-04-18
	合计				9.0000	
狮桥五期资产支持专项	优先级	1.5151	4.5000	AAA	7.9300	2016-12-13

计划	次优先级	1.7644	5.3000	AA	0.4200	2016-12-13
	次级	3.0110	--	--	1.6500	2016-12-13
	合计				10.0000	
狮桥四期资产支持专项计划	优先级	1.4548	4.0500	AAA	5.0000	2016-08-03
	次优先级	1.7014	5.8000	AA	0.6000	2016-08-03
	次级	2.9507	--	--	0.8000	2016-08-03
	合计				6.4000	
狮桥三期资产支持专项计划	优先 A1 档	0.5068	4.4000	AAA	0.6400	2016-03-18
	优先 A2 档	0.9973	4.5000	AAA	0.7000	2016-03-18
	优先 A3 档	1.5041	4.8000	AAA	0.6900	2016-03-18
	优先 A4 档	2.0027	5.3000	AAA	0.6300	2016-03-18
	优先 A5 档	2.5014	5.5000	AAA	0.4500	2016-03-18
	优先 A6 档	3.0000	5.7000	AAA	0.3300	2016-03-18
	优先 A7 档	4.0000	6.1000	AAA	1.2000	2016-03-18
	优先 B 档	5.0000	7.2000	AA	1.0000	2016-03-18
	次级档	5.0000	--	--	0.3000	2016-03-18
合计				5.9400		
狮桥二期资产支持专项计划	优先 A 档	3.0000	5.5000	AAA	2.7600	2015-10-21
	优先 B 档	3.0000	6.8000	AA	0.3450	2015-10-21
	次级档	3.0000	--	--	0.3450	2015-10-21
	合计				3.4500	
狮桥一期资产支持专项计划	优先 01 档	0.2438	6.8000	AA+	0.9400	2015-01-23
	优先 02 档	0.4932	6.9000	AA+	0.5900	2015-01-23
	优先 03 档	0.7452	7.1000	AA+	0.5700	2015-01-23
	优先 04 档	0.9973	7.4000	AA+	0.5400	2015-01-23
	优先 05 档	1.2466	7.6000	AA+	0.4700	2015-01-23
	优先 06 档	1.4959	8.0000	AA+	0.4000	2015-01-23
	优先 07 档	2.0000	8.2000	AA+	0.3100	2015-01-23
	次级档	2.0000	--	--	1.0000	2015-01-23
	合计				4.8200	
总计				138.6043		

一直以来，拓展融资渠道都是融资租赁公司发展道路上的一个重要命题。过去几年，狮桥租赁在银行授信、同业债权转让、商业保理、发行债券等方面都有过探索和尝试。从现状来看，资产证券化是狮桥租赁主攻的融资方向之一。

（四）增资扩股

2012年12月14日，经股东决议，狮桥租赁增加注册资本金到1.576亿美元，截至2014年12月31日，注册资本1.576亿美元由狮桥资本分四次全部缴足。

2015年3月25日，经股东决议，增加注册资本金到2.376亿美元，2015年8月11日、9月14日、11月6日、11月20日，狮桥租赁分别收到狮桥资本第一期出资1000万美元、第二期出资1200万美元、第三期出资2300万美元及第四期出资1500万美元。

2017年7月3日，经股东决议，增加注册资本金到3.376亿美元。截止2017年底，狮桥租赁注册资本3.376亿美元，实收资本2.18亿美元。

2018年7月11日，狮桥集团正式宣布完成一轮10亿元人民币战略融资，由百度和阳光融汇资本联合领投。在引入百度、阳光保险两家战略投资者后，公司注册资本3.38亿美元。

《2018 年全国不良资产白皮书——福建篇》

后稷投资

一、成交量分析（单位：万元，下文同）

根据不完全统计，福建省全年金融不良资产成交总计 3524 户，有明确债权金额的 2748 户，占比 77.98%，资产总额 6828817.3 万元。未透露债权金额的户数共计 776 户，占比 22.02%。笔者在整理 2017 年福建市场白皮书时预计 17 年整体的成交量应该在 450 亿元以上，而 2018 年已远超此交易额。

按照后稷投资以往发布的市场白皮书的划分惯例：“我们将不良资产行业上中下游市场分成三级。银行端出包为一级市场；持牌机构出包，收包为二级市场；剩下为三级市场，另外一些小众的转让交易为方便统计也归为第三级市场。同时，我们把成交 3 户以上的机构划为二级投资机构，3 户以下为个人；外省的持牌机构在福建省内开展业务也划为二级投资机构。

具体明细如下：

分级	转让类型	户数	资产总额	金额比例
一级	银行-持牌AMC	1685	3165281.2	49%
	银行-二级投资机构	58	151669.3	
	银行-个人	12	6688	
	小计	1755	3323638.5	
二级	代持平台-个人	15	20186.3	43%
	代持平台-持牌AMC	259	486550.8	
	代持平台-二级投资机构	25	21739.1	
	持牌AMC-持牌AMC	426	1438784.3	
	持牌AMC-二级投资机构	578	610637.1	
	持牌AMC-银行	28	264763.4	
	持牌AMC-个人或其他主体	78	108306.1	
	小计	1409	2950967.1	
三级	二级投资机构-持牌AMC	241	341722.3	8%
	二级投资机构-二级投资机构	42	140184.6	
	二级投资机构-个人或其他主体	68	62497.7	
	其他类	9	9807.1	
	小计	360	554211.7	
	总计	3524	6828817.3	

（未透露交易金额的债权明细如下：）

转让类型	户数	占比
银行-持牌AMC	325	41.9%
持牌AMC-二级投资机构	238	30.7%
二级投资机构-持牌AMC	63	8.1%
二级投资机构-持牌AMC	34	4.4%
持牌AMC-个人或其他主体	32	4.1%
二级投资机构-个人或其他主体	18	2.32%
持牌AMC-持牌AMC	16	2.1%
银行-二级投资机构	16	2.1%
代持平台-二级投资机构	15	1.9%
二级投资机构-二级投资机构	9	1.2%
银行-个人	6	0.8%
代持平台-持牌AMC	2	0.3%
其他类	2	0.3%
总计	776	100%

1、一级市场

为便于统计，把代持主体（银行、信托、租赁等主体）转让的债权也全部划在一级市场进行数据展示。

转让类型	户数	资产总额	占比
银行-持牌AMC	1685	3165281.2	82.2%
银行-二级投资机构	58	151669.3	3.9%
银行-个人	12	6688	0.2%
代持平台-个人	15	20186.3	0.5%
代持平台-持牌AMC	259	486550.8	12.6%
代持平台-二级投资机构	25	21739.1	0.6%
总计	2054	3852114.7	100.0%

福建省 17 年度一级市场总成交 906 户,所对应的债权本金约 245 亿元,本金占比 67.7%。2018 年度一级市场总成交 2054 户,同比上升 55.89%,对应资产总额 385.21 亿;其中个人作为受让主体从银行端获取一级资产的能力显著提升。

1) 银行端

从供给端来看,主要银行出让情况如下:

银行	户数	资产金额	占比
工商银行	816	1262841	38.00%
中信银行	200	769388.8	23.15%
兴业银行	282	262505.5	7.90%
浦发银行	45	253479.3	7.63%
农业银行	53	204691.6	6.16%
建设银行	57	166985.8	5.02%
华夏银行	84	112153.9	3.37%
广发银行	41	86885	2.61%
民生银行	77	70087.1	2.11%
光大银行	17	48217.4	1.45%
平安银行	55	46107.3	1.39%
中行	9	17016.5	0.51%
泉州银行	12	10587.6	0.32%
交通银行	1	6000	0.18%
国家开发银行	1	5501.5	0.17%
福州农商行	3	1190.2	0.04%
福建海峡银行	1	未透露	/
招商银行	1	未透露	/
总计	1755	3323638.5	100%

2017 年度福建省不良资产一级市场前三大供应端是农行、工行、中行,转让占比共计 63.13%。2018 年工商银行/中信银行/兴业银行三家银行转让占比共计 69.04%,由于暂未查询到福建海峡银行与招商银行的交易明细,本表仅作列举参考暂不计入。

2) 持牌 AMC 端

从需求端来看,持牌 AMC 从银行受让的债权情况:

持牌AMC	户数	资产总额	占比
中国信达资产管理有限公司	547	689964.5	29.10%
厦门资产管理有限公司	132	522020.4	22.01%
兴业资产管理股份有限公司	189	354190.2	14.94%
福建省闽投资产管理有限公司	93	324187.2	13.67%
中国东方资产管理有限公司	42	192257.2	8.11%
中国华融资产管理有限公司	80	155717.5	6.57%
中国长城资产管理有限公司	24	132970.1	5.61%
总计	1107	2371307.1	100.00%

相比 2017 年福建华融和闽投共计占据市场的 58% 的份额，华融以 36% 的比例占据福建省二级市场收包成交量的首位，闽投在 17 年的收购量比较亮眼。2018 年，福建信达占据 29.10% 的市场份额，收购业绩不俗，同时福建本地三家地方 AMC：厦门资产管理有限公司/兴业资产管理股份有限公司/福建省闽投资产管理有限公司都位于收购端的前 4。福建华融受到经营事件的影响，整体市场占有率呈现断崖式的下降，仅占比 6.57%。

2、二级市场

1) 出让方分析-持牌 AMC

转让类型	户数	资产总额	2018年占比	2017年占比
持牌AMC-个人或其他主体	78	108306.1	/	/
持牌AMC-二级投资机构	578	610637.1	/	/
持牌AMC-银行	28	264763.4	/	/
持牌AMC-持牌AMC	426	1438784.3	/	/
持牌AMC				
中国信达资产福建分公司	547	689964.5	28.78%	2.70%
厦门资产管理有限公司	132	522020.4	21.77%	1.60%
兴业资产管理股份有限公司	189	354190.2	14.77%	14.80%
福建省闽投资产管理有限公司	93	324187.2	13.52%	55%
中国东方资产福建分公司	42	192257.2	8.02%	0.30%
中国华融资产福建分公司	80	155717.5	6.50%	8.70%
中国长城资产福建分公司	24	132970.1	5.55%	16.80%
浙江省浙商资产管理有限公司	2	26183.8	1.09%	
总计	1109	2397490.9	100%	100%

不论是 2017 年还是 2018 年，福建省的二级市场出让方具有几个明显特征：

1：持牌 AMC 之间相互代持存量的比例居高不下，持牌 AMC 二级市场的去库存方式主要依靠民间机构，个人投资者散户特征明显且占比甚小（1%~2%）；

2：2018 年，福建信达不仅收购力度较大，去库存的力度较上年度相比提升了 26%，占据福建持牌 AMC 出让份额的榜首；东方因库存本身不大，所以去库存的压力相对较小；

3：2017 年~2018 年浙商资管不断加快了省外业务的布局，在福建不良资产市场的收购端和处置端都有不俗的业绩，特此列入表中以供参考（实际数据远比此表中所示的多，由于信息收集无法全面，仅作参考）

2) 受让方分析--含二级投资机构与其他受让主体

a.按转让类型分：

转让类型	户数	资产总额	占比
持牌AMC-二级投资机构	578	610637.1	53.96%
银行-二级投资机构	58	151669.3	13.40%
二级投资机构-二级投资机构	42	140184.6	12.39%
持牌AMC-个人或其他主体	78	108306.1	9.57%
二级投资机构-个人或其他主体	68	62497.7	5.52%
代持平台-二级投资机构	25	21739.1	1.92%
代持平台-个人	15	20186.3	1.78%
其他类	9	9807.1	0.87%
银行-个人	12	6688	0.50%
总计	885	1131715.3	100%

2017 年，福建二级市场的投资机构主要受让的来源来自持牌 AMC--占比 91.6%。而 2018 年这个比例下降到 53.96%，同时民营机构从银行端获取一级资产包的比例上升到 13.4%；二级市场的民间投资人基本为零星的散户投资，单笔金额在 1000

万元以下为主的特点基本和 2017 年保持一致。二级市场投资机构与投资个人的培养是一个漫长的过程，但福建二级市场正在逐步的形成中。

b.福建省三级市场主要受让主体（含机构与个人）

序号	机构名称	户数	资产总额
1	厦门象屿资产管理运营有限公司	47	108861.4
3	福州连池贸易有限公司	8	60195
4	Garden Road Loan Portfolio I (HK) Limited	35	49370.3
5	林益泉	1	42165.2
6	厦门农商融盈资产管理有限公司	6	40240.6
7	福建智晨贸易有限公司	11	34568.5
8	蔡荣加、陈珍祥	7	26286.9
9	东方前海景翰投资管理（杭州）合伙企业（有限合伙）	1	25000
10	福建平潭鑫鹭资产管理有限公司	4	24357.1
11	尤群	25	22902.8
12	农银金融资产投资有限公司	12	22557.1
13	石狮市六胜资产管理有限公司	5	22514.2
总计		162	479019.2

2017 年福建省三级市场前十大受让主体的成交金额占整个市场成交本金的三成左右，至少有 4 个民间投资机构来自外省，市场活跃度较低。2018 年主要三级市场受让主体多数为本地机构，占比已超过将近 4 成；同时出现了一众民间投资人与外资的身影，据了解市场中已有多家外资机构在福建市场收获颇丰。

二、成交价分析

由于不良资产交易的成交价很难从公开渠道获取，且年度交易量庞大，现筛选淘宝司法拍卖中的已成交的债权交易记录，2018 年年度有效的债权交易记录共计 88 笔，其中福建地区债权包一拍 77 笔，成交率 87.5%，资产包来自银行端的占比 37.5%，来自持牌 AMC 的占比 43.18%

具体数据如下：

名称		数量(笔)	占比	备注
总数	总成交笔数	88	100%	2018 年年度范围内已成交数据
拍卖成交情况	第一次拍卖成交的	77	87.50%	
	非一拍成交的	11	12.50%	包含变卖成交
处置单位	银行端一手资产包	32	36.36%	
	国有 AMC 资产包	39	44.31%	
	其他	17	19.31%	主要出自拍卖机构

1、一级市场资产包成交价格

银行端的一级资产包共计 32 笔：

一手出让方	成交笔数	成交溢价笔数	溢价率
福建南平农商行	1	0	起拍价成交
平安银行	11	5	13.85%
泉州银行	2	0	起拍价成交
厦门国际信托	1	0	起拍价成交
中信银行	1	0	起拍价成交
兴业银行	16	2	19.25%
总计	32		

2017 年全国各省资产包价格的疯涨，福建省一手包从以往综合价格折扣率 0.25-0.33 之间，上涨到 0.44-0.53 左右，甚至很多偏远县市的资产包也出现了一线城市的价格。但 2018 年在价值回归的过程中，福建省一手成交价格逐渐趋于理性略有回落。公开成交数据显示，32 笔交易中仅有 7 笔出现小幅度的溢价，多数一手项目皆为起拍价成交。

需要说明的是，上述数据与实际市场情况有一定偏差，仅供参考。一方面市场公开成交价的样本较少，一拍成交率 87.5%，主要是买受人和出让方多数事先约定好价格，流拍概率小；另一方面，一拍成交笔数主要为批量以下，不具有市场代表性。

2、二级市场成交价分析：

资产管理公司	拍卖笔数	成交溢价笔数	溢价率
兴业资管	3	2	24.89%
福建信达	4	0	起拍价成交
福建长城	7	2	13.21%
广东信达	1	0	起拍价成交
浙商资产	24	2	16.45%
总计	39		

如表所示，2018 年多家机构纷纷看好福建省市场并真金白银大举收购，虽然公开数据仅仅只能抓取部分成交记录，但不难看出，浙商资产作为外省投资机构在 2018 年度在收购端取得亮眼业绩之外，去库存力度也相当大；凭借长远的战略布局，以及雄厚的资金实力与处置团队，相信浙商资产在 2019 年福建市场的表现将会更加令人瞩目。

三、结语

笔者在 2017 年福建省市场白皮书的市场趋势预判和投资建议中曾经提到几点：

- 1) 随着一级市场资产包价格持续走高，三级投资机构将更多的参与一级市场，市场化竞争愈加激烈，其中外省机构参与福建省一级市场竞争的比例将会进一步扩大；
- 2) 投资区域逐渐从传统的福州和厦门等热门投资领域向外扩散到泉州、三明、龙岩等地区。
- 3) 建议积极开发福建省的配资业务（重点关注福州、泉州、三明、龙岩等的标的在 5 千万以下的项目）

通过 2018 年福建省市场成交量与成交价的分析，全年中民营 AMC 与个人参与一级市场竞争的比例明显提升，省外机构如浙商资产与外资都争相抢占福建市场。根据市场的调查，热门投资区域从福州与厦门等地逐步转移，如三明地区的债权包一手成交价可达 4~5 折。不过配资业务在福建地区仍尚未形成稳定的业务模式，长三角的民营资本发达且优先级资金供应充足，如果有投资机构愿意将资金更多的布局省外，福建将会是一个很好的投资洼地；长线且成本较低的外资亦可考虑与更多的本地机构合作投资。

《二三线城市土地市场明显回暖！哪些有风险？哪些该进入？》

克而瑞研究中心

近两月，在市场迎来“小阳春”的同时，土地市场也呈现明显的回暖趋势。尤其是二线以及部分强三线城市土地拍卖竞争加剧，溢价率、地价持续攀升。与 2018 年四季度和 2019 年 1、2 月份“冷淡”形成强烈对比。

近期，住建部发布地价波动的“预警”，但部分城市土地市场仍然高热不下。接下来市场会不会有调整？哪些城市的土地风险较大，中长期需要谨慎对待？又有哪些城市短期市场仍然相对健康？

01 近期土地市场回暖表现及动因

2019年一季度以来，二、三线城市土拍溢价率触底反弹，“百轮”土拍的激烈竞争在多个城市重新出现，土地市场出现回暖迹象。究其原因，除了政策宽松的预期外，融资到位、新一年拿地指标下放、一季度楼市出现“小阳春”也是促使土地市场回暖的原因之一。

土地市场回暖，溢价率是最直观的反应指标，也反应了在当前市场预期下，地块在开发商评估中的价值水平。从整体溢价率变化来看，2018年下半年各月土地市场平均溢价率普遍低至10%以内，2019年一季度以来，土地市场溢价率在持续走低了半年之后终于有了起色：2019年1-3月平均溢价率分别达到10%、11%和21%，较去年下半年显著回升。从整体溢价率回升也可以看出当前土地市场已经开始回暖。

二线城市热度显然更高，与三四线城市热度衰退、企业战略聚焦二线不无关系。3月份二线城市如杭州、宁波、合肥等成交多幅热点地块，整体溢价率在9个月以来首次回升至20%以上，达到了26%。

细化到城市来看，我们分别统计了重点监测城市2018年第四季度和2019年第一季度的平均土地成交溢价率，排名前22的城市也主要以二线城市为主，合肥2019年第一季度的平均溢价率高达86%，环比大增42%；三四线城市中则主要以环杭州的三四线为主，桐乡、嘉兴、海宁等城市上榜，其中桐乡和嘉兴热度上涨最为突出。

图：平均溢价率涨幅TOP22城市（单位：%）

序号	能级	城市	溢价率		差值
			18年四季度	19年一季度	
1	二线	合肥	43%	86%	42%
2	三四线	桐乡	4%	41%	37%
3	二线	厦门	14%	39%	25%
4	二线	昆明	1%	25%	24%
5	三四线	嘉兴	1%	25%	23%
6	二线	重庆	4%	26%	22%
7	二线	杭州	5%	22%	17%
8	二线	宁波	13%	29%	17%
9	二线	南京	3%	20%	16%
10	二线	沈阳	4%	16%	12%
11	二线	苏州	7%	19%	12%
12	三四线	海宁	2%	14%	12%
13	二线	福州	5%	16%	11%
14	三四线	湖州	3%	12%	9%
15	二线	长沙	2%	10%	9%
16	二线	西安	8%	16%	8%
17	二线	太原	10%	18%	8%
18	二线	南宁	22%	29%	7%
19	二线	济南	0%	7%	7%
20	二线	郑州	4%	9%	6%
21	二线	成都	6%	11%	4%
22	二线	武汉	2%	5%	4%

数据来源：CRIC

除溢价率以外，竞拍人数、竞拍轮数也能从侧面体现市场热度的回升。一季度，尤其是三月份以来优质城市、优质地块的参拍企业持续增加，竞拍轮数也大幅提升。2月27日徐州铜山区珠江路北地块经过了644轮竞拍方由美的置业竞得，创下徐州土拍时间最长的记录。一个月后新城通过435轮竞拍，成功获取了新城区S2-2、S4-2号地块，历时5个多小时。愿意在土拍中花费大量的时间、精力来参拍，也说明了房企对于看中的地块抱有很强的获取意愿。

02 22个典型城市库存及地价变动

筛选一季度土地市场较热的22个典型城市，通过可比地价涨幅、土地库存去化、以及人均居住面积来看，各个城市差异明显。郑州、重庆等城市库存高、地价涨幅快，拿地需要谨慎。而南京、合肥、苏州等目前土地去化尚无风险、可比地价涨幅低、甚至下跌的城市，只要不拿高价地仍然可以进驻。

1、供应：郑州、重庆的土地库存量高，苏州等6个城市短期

土地市场的热度延续，不仅取决于住宅市场的回暖趋势，也受到未来供应量的影响，通过对比近三年、五年各城市经营性土地成交面积与商品房销售面的差值来看，热点城市库存压力和潜在库存量差异颇大。

短期来看，近三年中西部的郑州、重庆土地库存绝对量远高于其他城市，短期积压库存分别达到8539万平方米和6955万平方米，与两个城市土地供应量充足不无关系。宁波、昆明、济南近三年土地库存均在2500万平方米左右。此外，武汉、合肥、太原等城市短期并无库存压力。

值得注意的是，苏州、杭州、成都、长沙、沈阳、厦门等6个城市短期呈现供不应求的态势，库存压力较轻。多数是由于近三年土地供应量锐减所致，典型如沈阳，近三年土地成交建面较2012-2014年下降超过70%。短期的供不应求，使得地价存在一定上涨支撑力。

结合土地去化周期来判断，**郑州、重庆、宁波、昆明、湖州、嘉兴、桐乡均高于 2 年，存在一定去化风险。**其中郑州库存风险最大，库存绝对量高企，去化周期也长达 5 年以上。而且 2018 年市场较热之下，大量房企密集进驻郑州，导致短期土地市场地价上涨空间不大。

而宁波、昆明虽然库存高，但去化周期维持在 2-3 年，库存的风险取决于市场销售速度。此外，湖州、嘉兴、桐乡等三四线城市本身土地供应大，库存去化周期均在三年以上，库存风险不容小觑。

若将时间拉长到 5 年和 7 年来看，除了郑州、重庆外，济南、宁波潜在库存风险较大。两个城市近 5 年土地存量均在 4000 万平方米以上，其中宁波土地去化周期接近 6 年，过去大量成交的土地并未被近两年市场转暖所消化。潜在库存的入市对房价上涨产生一定压力。而南宁、武汉、合肥则库存表现则相对健康，去化周期并无较大增长，维持在 2 年以下。

综合来看，短期郑州土地库存风险最大，库存多、去化慢，以及去年房企密集进驻，未来竞争将非常激烈。供过于求的土地市场也会制约地价上升的空间。并不适合企业继续高溢价拿高价地。中长期而言，重庆、宁波、济南等均有潜在库存过高的风险，一旦销售出现下滑，库存压力会进一步凸显。

2、需求：昆明、苏州人均居住面积高于平均水平，太原、西安需求潜力更大

供应端库存的多少影响土地市场乃至价格上涨空间，而需求层面，各城市未来购房需求的潜力情况也会间接的反映在未来土地市场去化中。

据统计局数据显示 2016 年末城镇居民人均住房面积为 36.6 平方米，样本城市中恰好有一半城市的人均住房面积已经高于全国平均水平：其中昆明、苏州、长沙等城市的人均住房面积超过 40 平方米，这些城市的居民购房潜在刚性需求相对较小。在**“房住不炒”调控原则下人均居住面积已经较高的城市未来房价上涨的动力相对较小，新房去化也面临更大挑战，高价拿地被套牢的风险更大。**尤其像苏州、福州、杭州等城市在房价已经不低的情况下，人均住房面积达到一定水平，未来房价上行的动力也将不够充足。

此外厦门、郑州、沈阳、武汉等城市人均居住面积偏小，厦门 2016 年末城镇居民人均居住面积仅有 30.77 平方米，主要由于厦门的岛内面积较小；而郑州的人均居住面积也仅有 32 平方米，主要是因为郑州人口总量大。人均居住面积小的城市对房屋的刚性需求潜力大，在此类城市以合适的价格拿地有机会完成快速周转。但厦门一季度的房价已经高达 33189 元/平方米，在样本城市中最高，所以虽然潜在需求犹在，但房价要持续上行也有较大压力。

小结：郑州、重庆等高库存、地价涨幅快城市拿地需谨慎

对比供应端近三年土地库存和消化周期，和需求端人均居住面积，以及地价涨幅来看，尽管目前部分热点城市土地市场回暖明显，但仍存一定风险，不同城市土地市场行情走势不尽相同，总体而言，有四类城市值得关注。

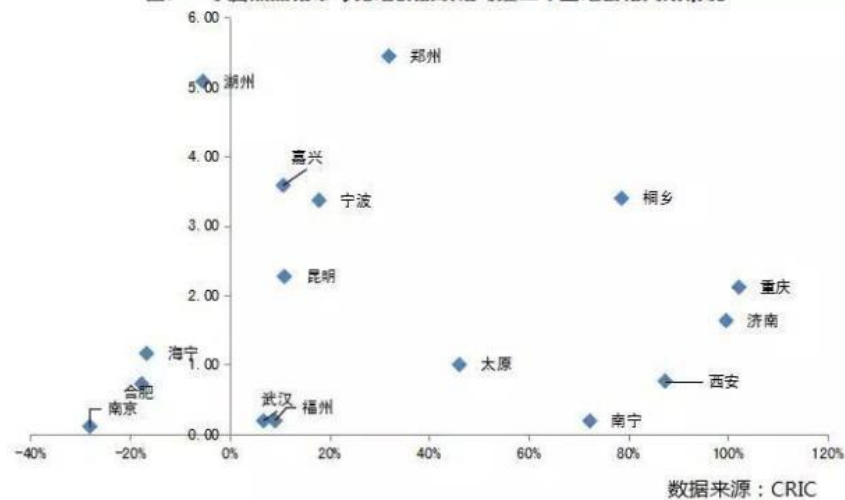
第一，库存高、去化慢、地价涨幅大的城市，例如郑州、重庆、宁波、济南等，未来投资拿地需要更加谨慎和理性。这一类城市近三年土地去化周期均在 2 年以上，其中郑州更是高达 5 年，潜在库存较高抑制了未来房价上涨空间。目前来看，这些城市一季度可比地价涨幅均达到 30%以上，竞争激烈之下未来利润空间进一步缩小。因此，投资需要更加谨慎，盲目追高并不可取。

第二，土地库存并无较大风险但地价涨幅较大的城市，如南宁、西安、济南等，当前并不是拿地的最佳时期。这些虽然近三年土地库存去化相对平稳，风险不大，且像太原、西安与全国 36.6 平方米人均居住面积相比仍有可提升空间。但价格持续上涨导致目前地价处于近三年高位。西安一季度可比地价分别较 2016 年、2017 年、2018 年涨幅在 100%以上。长期来看，等待地价降至合理水平可以适当进行布局。

第三，土地库存少、价格涨幅低甚至下降的城市，可以适当进驻。其中南京、合肥、苏州土地去化维持在 2 年以下，短期风险几无。虽然部分优质地块地价较前两年上涨较大，但整体一季度可比地价较近三年下降 28%、18%、3%。值得注意的是，苏州一季度地价房价比达到 0.7，较其他热点城市偏高，拿地仍需要理性。此外，武汉虽然整体地价上升，但与 2018 年、2017 年相比基本保持稳定。而且，无论短期还是中长期来看，潜在库存压力不大，需求层面仍有置换和改善空间，只要不超市场预期高价拿地，整体风险不大。

第四，部分地价回调但库存高企的三四线城市，典型的如湖州、嘉兴等，更需要谨慎对待。一方面是三四线市场自 2018 年下半年以来已经出现明显的衰退；另一方面，大量卖地导致库存高企，若无实质性规划利好市场回暖较难，投资也需要谨慎。另外，像成都、长沙、沈阳等中长期库存压力小，没有去化压力的城市，虽然目前地价已出现一定涨幅，但只要市场销售能够保持稳定，拿地保持理性即可。

图：一季度热点城市可比地价涨跌幅与近三年土地去化周期情况



03 总结

实际上，本轮土地市场“窗口期”非常短，在整体市场仍未走出实质性上涨行情之下，也在意料之中。流拍已经消失不见，越来越多的房企开始跟风拿地，其中不乏高溢价、高价地，尤其是二线城市，土地竞争格外激烈。我们认为目前最佳的拿地时期已经过去，当前市场不确定性较大，对于企业而言，无论是战略调整还是规模需要，二季度投资扩张中仍然需要保持谨慎，盲目追高并不可取。

1、未来市场将继续分化，一二线继续回暖、三四线缩量

从近两个月土地市场的变化来看，市场的确出现了一定的回暖迹象，尤其是热点城市优质地块，相较此前“冷淡”行情，高溢价拿地导致热度迅速提升。但不可忽视的是，整体来看，这些大幅上涨地块只是聚焦区域之下的个别案例，市场并未出现2016年那种疯狂势头。

对于接下来的土地市场走向，基于各线城市房地产市场的供求关系差异，预计各线城市土地成交规模将进一步分化。

三四线城市方面，目前土地价格已经攀至高位，且房价上涨预期已不如往年，企业拿地利润空间明显缩减，需求规模支撑也难以在2019年持续，尤其是棚改热度衰退以来，三四线市场降温明显，在自身供应较足、需求衰退的情况下，无论是住宅还是土地市场风险都在急剧攀升。

由此来看，预计三四线城市土地成交规模将持续低位，企业关注度也将有所回落，三四线整体地价也会逐步回落，尤其是此前土地市场过热的三四线，地价会进一步降温。但佛山、温州等少数有规划利好的城市或维持较高关注度，但多数城市仍难迎春意。

一二线城市方面，鉴于大部分城市商品住宅供应不足的问题并没有真正解决，房价结构性上涨预期依旧存在。此外，预计2019年一二线城市供地规模将持续增加，伴随企业回归一二线的战略，这些城市土地市场关注度将进一步提升。优质地块的稀缺性进一步凸显，土拍市场热度亦有望持续回暖。

2、本轮土地“窗口期”较短，投资仍需更谨慎、更聚焦

实际上这一轮土地市场起来的速度较快，可以说2018年四季度和今年1-2月是“窗口期”，数据上也可见，流拍地块几无、热点地块参拍人数、轮数、溢价率均有大幅提升。一方面是由于资金层面的相对宽松，至少整体环境较比去年大幅提升，另一方面，现在拿的地市年底前是可以上市，可以有效转化为销售业绩的。所以一季度投资策略，对于仍然看重规模的部分房企来说，是好的时机。典型的如新城、阳光城、金茂等等，一季度新增货值排名远高于其销售。

整体来看，一季度房企投资是比较谨慎的。回溯这段时间，多数房企受制于各种因素的制约，在“窗口期”内并没有抓住时机。反而3-4月份跟风拿地，不乏部分激进房企高溢价拿地，地价突破区域近两年新高。

我们认为，本轮土地窗口期很短，支撑其持续的三个因素当中，资金面尚无明显的收紧迹象，但继续大幅宽松的可能性不大。政策上，一季度已经释放很多利好，政策预期更趋于平稳。而市场层面，市场是否真正回暖还受诸多因素影响，二三季度可能还会出现波动。主要的因素是在当前的调控期下，地价的上升速度远比房价上得快得多。

因此，即便在企业战略调整之下一二线市场仍会延续回暖趋势，接下来并不是最佳的拿地时期，在二三季度企无论是战略调整还是规模需要，企业投资布局仍然需要保持谨慎。当然，谨慎并不意味着不拿地，聚焦、收缩战略之下，盲目追高并不可取。

《地方债务置换有四种写法，你知道么？》

光大固收

引言

始于4年前的那轮政府债务置换，让“债务置换”这个词闻名遐迩。今年的《政府工作报告》中提到“继续发行一定数量的地方政府置换债券”，这又将“债务置换”送上了债券市场的热搜榜。光阴荏苒，4年的时间已经让“债务置换”有了四种写法：用地债置换政府债务、用地债置换或有债务、用地债置换隐性债务、用贷款置换隐性债务。

图表1：“债务置换”的四种写法



资料来源：光大证券研究所绘制

1、用地债置换政府债务

2014年10月2日，国务院印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），史称“43号文”。文件的后半部分有这么一句不太起眼的话：对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。那时，市场的目光大多聚集在“剥离融资平台公司政府融资职能”或是“推广使用政府与社会资本合作模式”上，可能鲜有人意识到，规模超过十万亿的政府债务置换即将登上历史的舞台。

图表2：地方政府债务余额

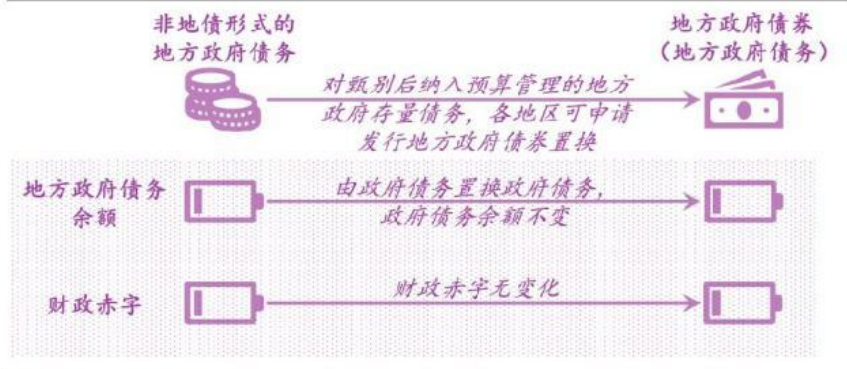


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：万亿元

1.1、用 3 年左右的时间进行置换

43 号文提及的债务置换是“发行地方政府债券置换存量的政府债务”，这个模式既不会增加政府债务余额，也不会增加财政赤字，只会带来债务形式上的变化。发行地方政府债券置换存量债务，有利于保障在建项目融资和资金链不断裂，处理好化解债务与稳增长的关系，还有利于优化债务结构，降低利息负担，缓解部分地方支出压力，腾出更多资金用于重点项目建设。

图表 3：“用地债置换政府债务”对政府债务余额和财政赤字的影响



资料来源：光大证券研究所绘制

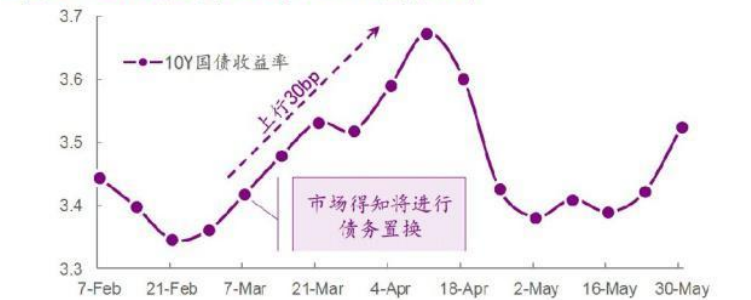
时任财政部部长楼继伟在十二届全国人大常委会第十八次会议上表示，这部分存量债务“国务院准备用 3 年左右的时间进行置换”。同年下发的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225 号）也要求“地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换”。

1.2、2015 年开始进行置换

2015 年 3 月，财政部向地方下达 1 万亿元的地方政府债券额度，用以置换 2015 年内到期的地方政府债务。由此，用地方政府债券置换地方政府债务的大幕被拉开。

债务置换开始实施的消息也在债券市场激起涟漪。2014 年国债和地债的净发行量仅为 1.2 万亿元，而 2015 年将至少增加 1 万亿元，市场是否能承受住巨量供给的冲击？这是债券市场从没有经受过考验，每个人心里都没有底。投资者尚未回过神，10Y 国债收益率已经从 3 月初的 3.4% 攀升至了 4 月上旬的 3.7%。

图表 4：2015 年 2 月至 5 月的 10Y 国债收益率

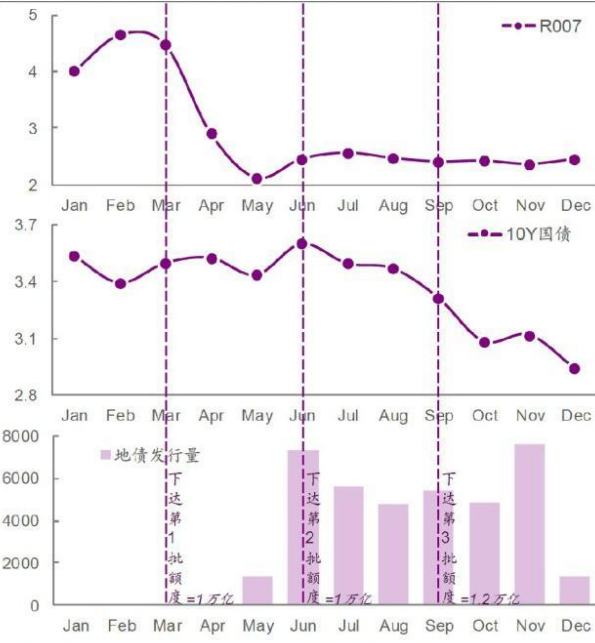


资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：% 统计时间：2015 年 2 月至 5 月

大海航行靠舵手！人民银行灵活运用各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导降低融资成本；财政部对各地发债规模和节奏进行了必要的组织协调；相关部门协调金融机构加大通过定向发行债券方式置换的力度。15 年 2 月时，R007 还在 4.65% 的位置，到 9 月时已经下降至了 2.41%，此时，财政部已经悄然下达完了三批置换债额度，累计 3.2 万亿元。

市场投资者们“惊奇地”发现，债券收益率不仅没有上升，反而大幅下降了。15 年 2 月末，10Y 国债为 3.36%，到季末和年末时已经分别下降至了 3.24% 和 2.82%。很显然，在不考虑监管指标等约束的前提下，人民银行可以近乎无限地向商业银行提供流动性，继而商业银行用其承接巨量的地债供给。

图表 5: R007、10Y 国债、地债发行量 (2015 年 1 月-12 月)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 上图和中国: % 下图: 万亿元
统计时间: 2015 年 1 月至 12 月

2016 年以后, 中央不再硬性下达置换额度, 置换原则上由省级政府根据偿债需要、市场情况自行确定。2015 年至 2018 年之间, 各地政府共发行了 12.2 万亿元的地方政府置换债, 平均每年约置换 3 万亿元。

图表 6: 置换债累计发行规模和非地债形式的政府债务规模

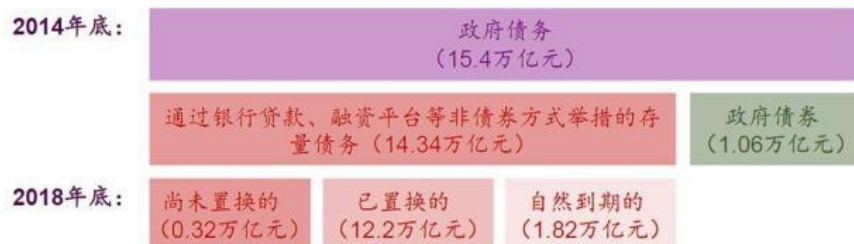


资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 万亿元

1.3、当前的置换进程

2014 年底, 政府债务余额为 15.4 万亿元, 其中地方政府债券 1.06 万亿元, 剩余的 14.34 万亿元是通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务。这 14.34 万亿元的非政府债券形式存量债务中, 已经置换了 12.2 万亿元, 再剔除一些自然到期的, 到 2018 年末时只剩下 0.32 万亿元。

图表 7: 政府债务各部分的变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所绘制

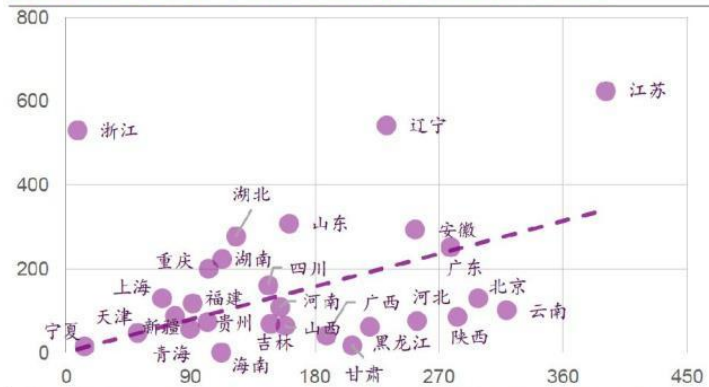
深圳市存量政府债务均置换了 90%以上，但其进度也略有差异。例如，深圳已经全部置换完毕，甘肃的地方政府债务中仍有 8.3%为银行贷款等非政府债券方式举借的。我们发现，各省未置换债务规模与其存量债务中企业债券和中期票据规模成正比，这主要是由于债券的债权人较为分散，与债权人协商置换难度大，影响了置换的进程。

图表 8：截至 2018 年末各省未被置换的存量政府债务

地区	未置换规模	未置换比例	地区	未置换规模	未置换比例
深圳	0	0.0	河南	155	2.4
浙江	8	0.1	广东	279	2.8
江西	37	0.8	江苏	391	2.9
宁夏	13	0.9	广西	188	3.4
青岛	13	1.0	河北	254	3.5
贵州	102	1.2	辽宁	232	3.5
天津	51	1.3	大连	72	3.6
湖南	113	1.3	安徽	253	3.8
上海	69	1.4	吉林	148	4.0
内蒙古	89	1.4	云南	319	4.5
宁波	25	1.4	陕西	284	4.8
四川	147	1.6	青海	89	5.1
山东	161	1.6	山西	158	5.3
厦门	10	1.6	黑龙江	220	5.3
福建	92	1.7	海南	112	5.8
湖北	123	1.8	西藏	8	5.9
新疆	79	2.0	北京	298	7.0
重庆	103	2.2	甘肃	207	8.3

资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元 注：计划单列市单独计

图表 9：未被置换的存量政府债务与存量债中企业债、中票规模



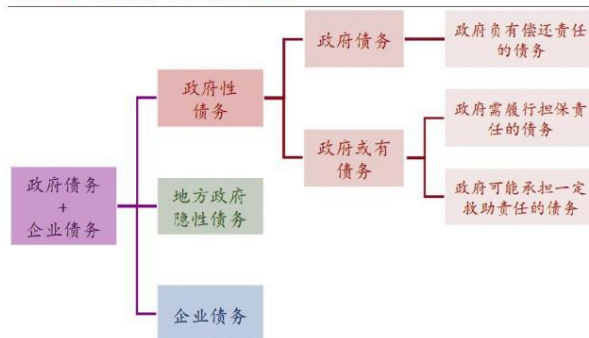
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元 注：横轴为截至 2018 年末未置换规模，纵轴为截至 2013 年 6 月末审计的企业债券、中票规模

2、用地置换或有债务

2.1、或有债务的定义

《全国政府性债务审计结果》（审计署 2013 年第 32 号公告）将政府性债务分为三类：政府负有偿还责任的债务、政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务。其中，政府负有偿还责任的债务是指需由财政资金偿还的债务，属政府债务；后两类债务均应由债务人以自身收入偿还，正常情况下无需政府承担偿债责任，属政府或有债务。

图表 10：政府债务+企业债务的构成



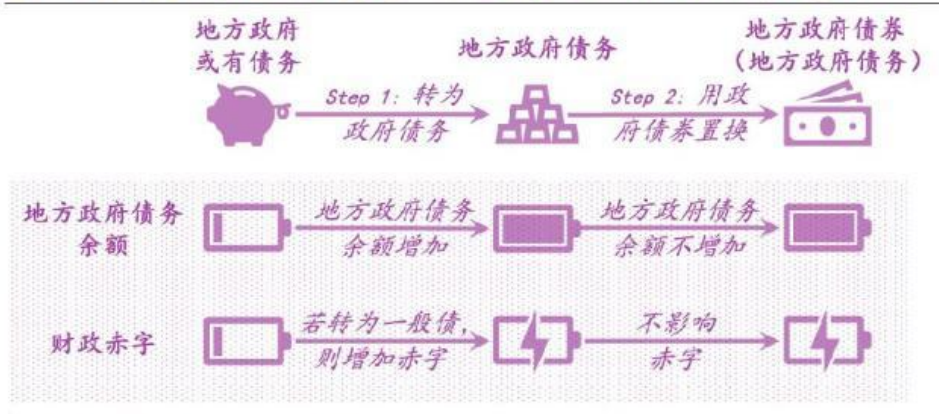
资料来源：光大证券研究所绘制

截至 2014 年末，政府性债务余额为 24 万亿元，其中政府债务和或有债务分别为 15.4 万亿元和 8.6 万亿元。对于通过非政府债券方式筹措的地方政府债务，2015 年即开始了置换工作，至 2018 年末时该部分仅剩下 0.32 万亿元。那么对于或有债务是否有类似的置换安排？

2.2、符合要求的或有债务也可以被置换

2015 年下发的财预〔2015〕225 号文明确“对因预算管理方式变化导致原偿债资金性质变化为财政资金、相应确需转化为政府债务的或有债务，在不突破限额的前提下，报经省级政府批准后转化为政府债务”。也就是说，符合要求的或有债务可以先转化为政府债务，然后使用地方政府债券予以置换。在这个过程中，政府债务余额会增加，但不突破政府债务限额，若转化为地方政府一般债务，则会同时影响到财政赤字。

图表 11：“用地债置换或有债务”对政府债务余额和财政赤字的影响



资料来源：光大证券研究所绘制

第一个吃这只“用地债置换或有债务”螃蟹的是广东省。2016 年 2 月 24 日，“2016 年第一批广东省政府专项债券”成功发行。该批债券分为 5Y、7Y、10Y 三个品种，合计发行 457 亿元，全部为置换债，用于置换两类存量债务：一类是清理甄别确定的截止 2015 年末的地方政府债务本金；另一类是清理甄别确定的截止 2014 年末地方政府或有债务本金按照规定可以转化为地方政府债务的部分。此后，黑龙江、浙江、山东、内蒙、云南、辽宁、湖南、河北、河南等地均发行了用于置换或有债务的地方政府债券。

图表 12：2018 年黑龙江省、浙江省偿还或有债务情况

债券	募资金用途（简要）	偿还的或有债务规模
2018 年黑龙江省政府一般债券(四~七期)	发行总额 246.43 亿元。按照《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》规定,经省政府批准,置换符合条件的存量或有债务本金 27.3 亿元。	27.3
2018 年黑龙江省政府专项债券(一期)	发行总额 20.38 亿元。按照《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》规定,经省政府批准,置换符合条件的存量或有专项债务本金 2 亿元。	2
2018 年黑龙江省政府一般债券(九期)	发行总额 101.1259 亿元。按照《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》规定,经省政府批准,置换符合条件的存量或有债务本金 98.56 亿元。	98.56
2018 年浙江省政府一般债券(四~五期)	发行总额 173.51 亿元。本批置换一般债券资金用于偿还 2014 年底清理甄别锁定的或有债务中确需财政资金偿还的部分。	173.51
2018 年浙江省政府专项债券(五期)	发行总额 115.19 亿元,本期置换专项债券资金用于偿还 2014 年底清理甄别锁定的或有债务中确需财政资金偿还的部分。	115.19

资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元

2019年《政府工作报告》表示“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”。也就是说，2019年仍有可能有部分或有债务转化为政府债务，并最终由地方政府债予以置换。

2.3、规模具有较大的不确定性

事实上，或有债务置换的规模具有较大的不确定性，这在很大程度上取决于地方政府的置换意愿和置换能力：一方面，只有地方政府认为有必要置换且符合要求的或有债务才会被置换。另一方面，财预〔2015〕225号文要求或有债务转化为政府债务的前提是“不突破限额”，对于一些政府债务限额拮据的省市，其可以用来置换的空间相对有限。例如，2018年末，湖南省的存量或有债务有2072亿元，而尚未使用的地方政府债务额度为19亿元。以这个数据静态地看，该省最多有19亿元的或有债务可以被置换。

图表 13：部分省份或有债务规模及占未被使用的政府债务额度的情况

地区	2018年末或有债务余额 (亿元)	未使用限额 (亿元)	占未用限额的比重 (%)
湖南	2072	19	10846.1
陕西	1819	578	315.0
福建	1774	635	279.6
广西	926	487	190.1
新疆	833	439	189.7
宁波	178	230	77.6
厦门	23	98	23.0

地区	2017年末或有债务余额 (亿元)	未使用限额 (亿元)	占未用限额的比重 (%)
湖南	2452	19	12837.7
天津	1419	81	1752.0
陕西	2705	578	468.3
福建	1810	635	285.2
河北	2876	1243	231.5
广西	1099	487	225.6
新疆	961	439	218.7
北京	251	4054	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元、% 注：未用限额均为2018年政府债务限额与2018年末政府债务余额之差；计划单列市单独计；受到数据可得性的限制，故17和18年的样本具有一定差异

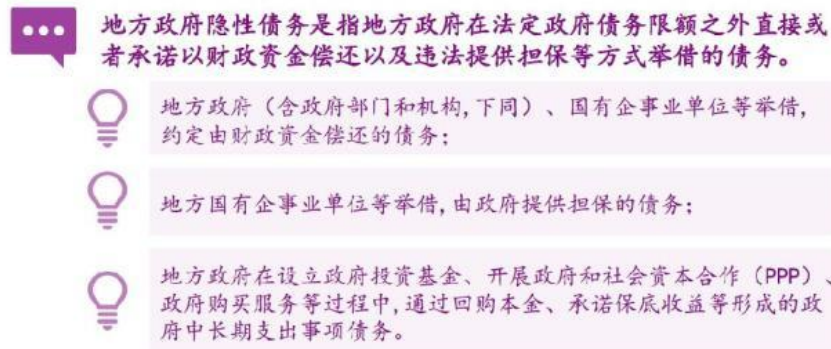
3、用地置换隐性债务

3.1、隐性债务的定义

与地方政府债务和地方政府或有债务相比，地方政府隐性债务就显得神秘得多。至目前（19年4月26日）为止，中央层面公开的文件中尚没有披露隐性债务的定义。我们认为，可以对隐性债务进行这样的概括：地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。隐性债务的来源可以分为三类：

1. 地方政府（含政府部门和机构，下同）、国有企事业单位等举借，约定由财政资金偿还的债务；
2. 地方国有企事业单位等举借，由政府提供担保的债务；
3. 地方政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等过程中，通过回购本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务。

图表 14：“用地债置换或有债务”对政府债务余额和隐性债务余额的影响



资料来源：光大证券研究所绘制

隐性债务并不对应于某类特定的融资方式，而是由项目的具体形式所决定。万变不离其宗，目前已经出现的隐性债务可以划分为以下 7 大类别：

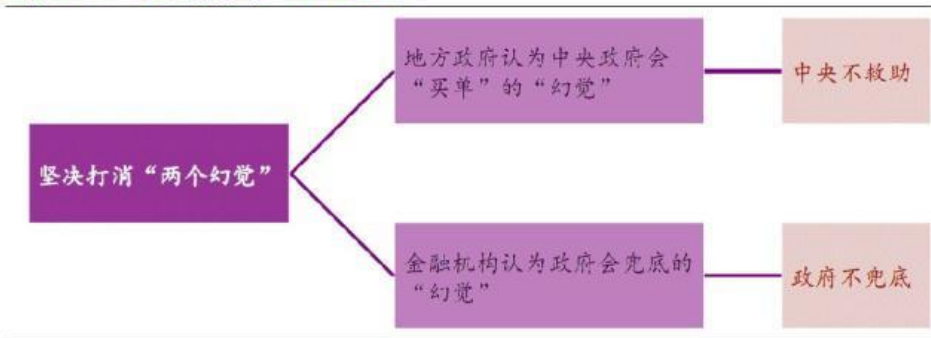
- 1.通过地方政府融资平台公司、国有企事业单位等直接借入、拖欠或者提供担保、回购等信用支持形成政府隐性债务的,或者通过地方有关企事业单位以银行贷款、债券、信托、资产管理产品、资产证券化产品、金融（融资）租赁以及其他金融产品和非法集资等方式举借债务,实际依靠财政资金偿还的。
- 2.参与政府和社会资本合作（PPP）项目、设立或者参与设立各类政府投资基金时,约定政府及其部门回购社会资本方的投资本金、承担社会资本方的投资本金损失、保证社会资本方最低收益,以及通过其他"名股实债"方式融资的。
- 3.利用政府购买服务合同为建设工程融资、以建设-移交（BT）方式实施建设工程、采取承包方带资承包方式或者以决（结）算未完成等各种理由拖延支付工程款方式规避政府债务管理的。
- 4.以机关、事业单位、社会团体的国有资产为相关单位和个人融资进行抵押、质押以及以售后回租、售后回购等方式变相抵押、质押,或者将非经营性资产、不具有合法合规产权的经营性资产注入企业并要求企业融资的。
- 5.将政府储备土地或者未依法履行划拨、出让、租赁、作价出资、入股等供应程序的土地注入企业并要求企业融资,或者承诺将预期土地出让收入作为企业偿债资金来源并要求企业融资的。
- 6.审批或者开工建设需要政府出资的建设项目时,未考虑财政承受能力和政府投资能力而导致增加政府隐性债务的。
- 7.其他违法违规举借债务的情形。

3.2、隐性债务的治理

对隐性债务进行治理时，当前采用的是“遏制增量，化解存量”的模式。在“遏制增量”的过程中，坚决制止违法违规融资担保行为，严禁以 PPP、政府投资基金、政府购买服务等名义变相举债。同时，加强风险源头管控，硬化预算约束，严格项目审核，决不允许以新增隐性债务方式上新项目。并且，管控好新增项目融资的金融“闸门”，对没有稳定经营性现金流作为还款来源或没有合法合规抵押物的项目，金融机构不得提供融资。

存量隐性债务化解坚持“中央不救助，政府不兜底”的原则，做到“谁家的孩子谁家抱”，打消“两个幻觉”：地方政府认为中央政府会“买单”的“幻觉”；金融机构认为政府会兜底的“幻觉”。值得一提的是，部分投资者认为，一旦某笔债务被认定为地方政府隐性债务，那么就会得到地方政府的“兜底”。事实上，这个观点是错误的，该类债务属于违法违规行为，依法不属于政府债务，因此政府不负有偿还责任，其所享受的信用与企业债务并无本质区别。

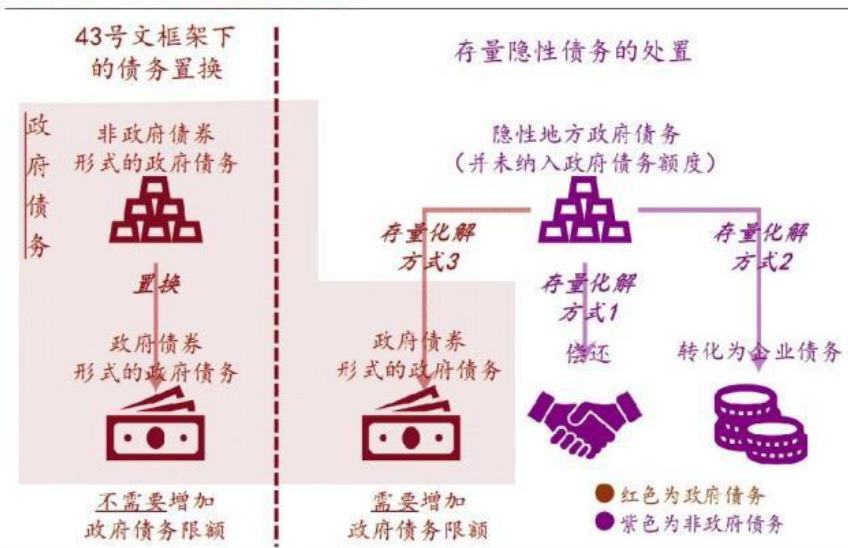
图表 15: 隐性债务管理的大思路



资料来源: 光大证券研究所绘制

我们将积极稳妥地化解存量隐性债务的模式总结为偿还、转化、承接三种。其中, 偿还模式是将隐性债务直接归还, 转化模式的本质是将隐性债务转化为企业债务, 承接模式的本质是将其转化为政府债务。当然, 无论采用哪种模式, 其结果都是隐性债务余额的下降。值得一提的是, 部分投资者认为找到相应资产与隐性债务对应上即算是“化解存量”, 实际上衡量化解的标准是看隐性债务规模是否下降。

图表 16: 三种化解存量的方式



资料来源: 光大证券研究所绘制

3.3、偿还模式

在偿还模式下, 既可以安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金偿还, 也可以出让部分政府股权以及经营性国有资产权益偿还, 还可以由企事业单位利用项目结转资金、经营收入偿还。但是“偿还模式”中存在这个悖论: 一方面, 举借隐性债务通常是由于本地财力不足; 另一方面, 财力不足的地方又很难腾挪出资金偿还存量的隐性债务。很显然, “偿还模式”在隐性债务化解中的作用并不强。

3.4、转化模式

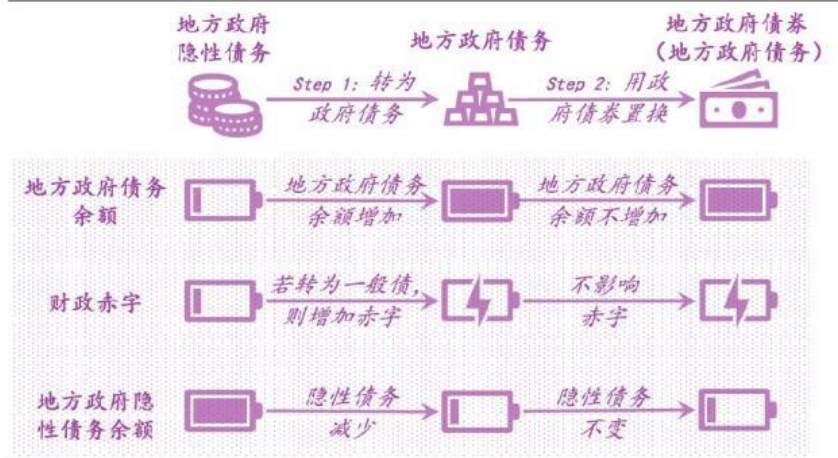
在转化模式下, 可以将部分具有稳定现金流的隐性债务合规地转化为企业经营性债务, 以减轻政府的偿债压力。例如, 约定政府及其部门回购社会资本方的投资本金的 PPP 项目会形成隐性债务。此时, 依照法制化的原则取消上述约定, 重新架构项目的运营模式, 将其转化为规范的 PPP 项目并履行相关手续, 则其对应的隐性债务将转化为企业经营性债务。“转化模式”既不需要像“偿还模式”那样耗费大量的财政资金, 又不需要像“承接模式”那样占用大规模的地方政府债务额度, 而且本模式具有较强的可操作性, 因此我们预计通过本模式化解的隐性债务规模相对较高。

3.5、承接模式 (用地债置换隐性债务)

在承接模式下, 可以将新增债券资金用于存量项目, 例如发行地方政府新增债券承接存量的隐性债务, 也就是我们所说的“用地债置换隐性债务”。值得一提的是, 在本文中我们将其称之为“用地债置换隐性债务”仅仅是为了表述方便, 从严格意义上讲不宜使用“置换”这个术语。2015 年开始的政府债务置换, 是发行地方政府债券置换以贷款、企业债券、非标等形式表现的地方政府债务, 其中体现了“以政府债务置换政府债务”的等价置换原则。在本次的隐性债务承接中, 是发行地方政府债券承接地方政府隐性债务。鉴于隐性债务并非地方政府债务, 两者不等价, 因此本质上是“承接”而不是“置换”。

“用地债置换隐性债务”的本质是将隐性债务转化为政府债务，这会导致地方政府债务余额的增加，以及隐性债务规模的等额减少。如果是将隐性债务转为一般债务，则会导致财政赤字的增加；如果转为专项债务，则对财政赤字无影响。

图 17：“用地债置换或有债务”对（隐性）债务余额和赤字的影响



资料来源：光大证券研究所绘制

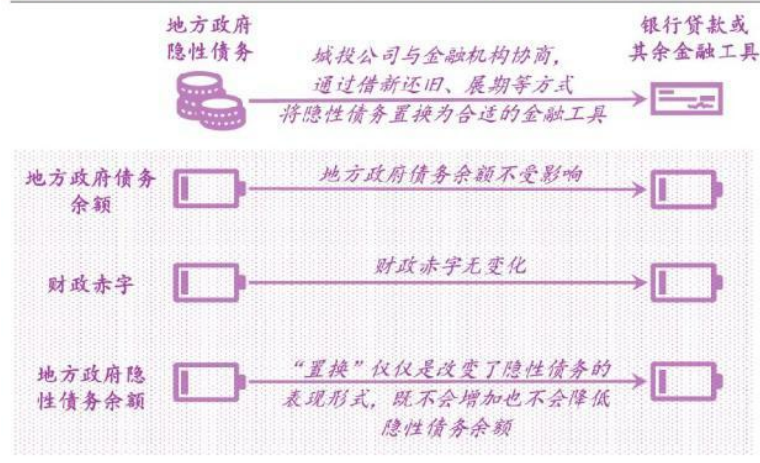
4、用贷款置换隐性债务

我们曾在 2018 年 12 月 24 日的报告《我们化解隐性债务的思路正在被验证》中建议采用金融机构承接的方式对存量隐性债务进行化解。我们认为，为降低地方政府存量隐性债务本金偿付压力和利息负担，可鼓励城投公司等与金融机构协商，通过借新还旧、展期等方式将隐性债务置换为合适的金融工具，从而降低存量隐性债务风险，即本文所说的“用贷款置换隐性债务”。（注：为了表达方便，我们表述为“用贷款置换”，实际上并不局限于贷款，合适的金融工具都可以参与其中。）

4.1、不是政府兜底，而是市场化行为

需要说明的是，上述模式是“自上而下”进行的。而且，“置换”仅仅是改变了隐性债务的表现形式，即由高息的、剩余期限较短的债务转化为低息的、剩余期限较长的债务，缓解了地方政府存量隐性债务风险，但不会降低存量隐性债务的余额。此外，这个模式亦不会新形成隐性债务，符合“遏制隐性债务增量”的大原则。

图 18：“用地债置换或有债务”对（隐性）债务余额和赤字影响



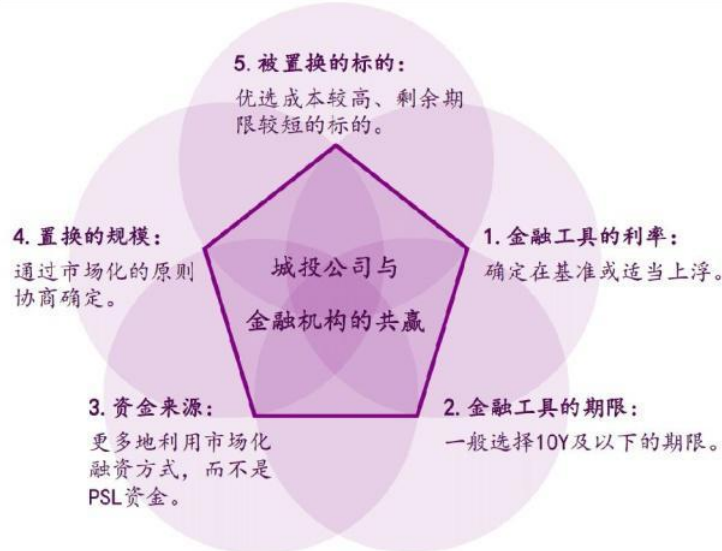
资料来源：光大证券研究所绘制

部分投资者认为，上述方案相当于政府对隐性债务兜底，会形成道德风险。但实际上，这既不是由开发性金融机构对某个地区的隐性债务大包大揽地兜底，也不是让银行为非银行金融机构所持有的债权买单。很显然，城投公司和金融机构通过市场化协商的方式达成协议，且城投公司需要根据金融机构的要求提供相应的增信措施，因此并不存在所谓的“政府兜底”。此外，金融机构信用与政府信用具有本质区别，金融机构置换隐性债务与政府兜底也有着本质的区别。

4.2、城投公司与金融机构的共赢

“用贷款置换隐性债务”可以形成金融与实体经济的良性循环，使城投公司、金融机构获得共赢。对于城投公司而言，其可以降低利息负担以及近期的本金偿还压力。对于银行而言，其可以获得低信用风险、低合规风险的资产。为了更好地形成上述共赢关系，需要在金融工具的利率、金融工具的期限、金融机构的资金来源、置换的规模、被置换的标的上做出合适的选择。

图表 19：为实现共赢而进行的选择



资料来源：光大证券研究所绘制

1.金融工具的利率。对于开发性金融机构等资金成本较低的银行，可将金融工具的利率与人民币贷款基准利率拉平；对于其他商业银行和非银行金融机构，可以通过更为市场化的方式对金融工具进行定价。

2.金融工具的期限。一般选择 10 年期及以下的期限。按照中央关于防范化解地方政府隐性债务风险的系列决策部署，争取用 5 至 10 年的时间将隐性债务风险化解完毕，因此金融产品的期限不宜超过 10 年。例如，对于开发性金融机构等资金来源稳定的银行来说，可多投放 10 年期的长期贷款；对于其他商业银行来说，可侧重于 3 至 5 年期的贷款；对于其他非银行金融机构来说，可根据自身偏好灵活地选择金融工具的期限。

3.金融机构的资金来源。应更多地利用市场化融资方式，而不是 PSL 资金，让市场在金融资源的配置上发挥决定性的作用。我们认为，用 PSL 资金作为资金来源的弊端相对明显，一方面造成了可以获得和无法获得 PSL 资金的机构之间产生制度性割裂，影响了两类机构在市场竞争中的公平性；另一方面，PSL 的申领有可能会干扰正常的货币政策节奏。

4.置换的规模。正如上文所述，“用贷款置换隐性债务”是城投公司与金融机构之间的市场化行为，并不是由某家银行对全地区所有隐性债务的大包大揽。因此，规模由城投公司与金融机构通过市场化的原则协商确定，城投公司和金融觉得合适才置换，不强求金融机构在短期内将全部存量隐性债务置换掉。

5.被置换的标的。优选除贷款和标准化债券以外的债务，因为这类债务通常成本较高、期限较短，形成的还款付息压力更大。优选低级别、债务负担重的城投公司，因为风险往往首先出现于薄弱环节，将这部分城投的风险化解掉，应给予更多的支持。

5、总结

用地债置换政府债务：43 号文提及的债务置换是“发行地方政府债券置换存量的政府债务”，这个模式既不会增加政府债务余额，也不会增加财政赤字，只会带来债务形式上的变化。

用地债置换或有债务：符合要求的或有债务可以先转化为政府债务，然后使用地方政府债券予以置换，即“用地债置换或有债务”。在这个过程中，政府债务余额会增加，但不突破政府债务限额，若转化为地方政府一般债务，则会同时影响到财政赤字。

用地债置换隐性债务：在化解存量隐性债务的过程中，可以将新增债券资金用于存量项目，例如发行地方政府新增债券承接存量的隐性债务。用贷款置换隐性债务：为降低地方政府存量隐性债务本金偿付压力和利息负担，可鼓励城投公司等与金融机构协商，通过借新还旧、展期等方式将隐性债务置换为合适的金融工具，从而降低存量隐性债务风险，即本文所说的“用贷款置换隐性债务”。该模式是“自上而下”进行的，也并不是地方政府或是开发性金融机构大包大揽地兜底。而且，其仅仅是改变了隐性债务的表现形式，即由高息的、剩余期限较短的债务转化为低息的、剩余期限较长的债务，缓解了地方政府存量隐性债务风险，不会降低存量隐性债务的余额。此外，这个模式亦不会新形成隐性债务，符合“遏制隐性债务增量”的大原则。

图表 20：四种置换方式对政府债务、财政赤字、隐性债务的影响

	用地债置换 政府债务	用地债置换 或有债务	用地债置换 隐性债务	用贷款置换 隐性债务
对政府债务 规模的影响	无影响	增大	增大	无影响
对财政赤字 的影响	无影响	若用一般债置换， 则增大	若用一般债置换， 则增大	无影响
对隐性债务 规模的影响	不适用	不适用	减小	无影响

资料来源：光大证券研究所绘制

6、风险提示

“用贷款置换隐性债务”模式降低了城投公司的还款压力，使其腾出金融资源进行杠杆扩张，这有利于经济的企稳，但是不利于利率品。部分市场参与者认为该模式推广的难度较大，但实际上今后推进速度较有可能高于市场预期。

投资管理部
2019年4月11日