

债市聚焦

第 45 期
总第 292 期
2018

政策指南

境外机构投资境内债券免税范围扩大
国务院出台 53 条措施支持自贸区改革创新，首提知识产权证券化
发改委：进一步扩大外资银行境外融资外债规模

市场动向

全国首单公租房资产证券化项目将交易，发行规模近 9 亿
北京市场首单支持 AA 评级民企 CRMW 成功发行

风险事件

“18 新光控股 CP001”、“11 新光债”构成实质违约，新光集团违约债券规模已高达 58.1 亿元
宏图高科：“15 宏图 MTN001”将延期兑付本息
凯迪生态预计不能按期支付“16 凯迪 03”回售款，此前 4 次违约
盛运环保：“17 盛运 01”构成实质性违约
“15 永泰能源 MTN002”构成实质违约

联合观点

2018 年化学制药行业季度报告
建筑施工行业观察报告——2018 年三季度
乘用车行业 2018 年研究报告
建筑施工行业研究报告
民企生存环境风云变幻，龙头优势助力跨越周期
欧盟委员会再次驳回意大利预算案，制裁可能性飙升
医药行业观察——2018 年上半年
汽车制造行业观察——2018 年三季度
融资租赁行业国内外信用评级方法的比较与研究
联合资信：债券发行人流动性风险整体有所上升
造纸行业观察及信用风险展望



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街
2 号 PICC 大厦 17 层 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

政策指南

境外机构投资境内债券免税范围扩大

11月22日，财政部、税务总局发布《关于境外机构投资境内债券市场企业所得税增值税政策的通知》，为进一步推动债券市场对外开放，自2018年11月7日起至2021年11月6日止，对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。暂免征收企业所得税的范围不包括境外机构在境内设立的机构、场所取得的与该机构、场所有实际联系的债券利息。

近年来，我国债券市场对外开放步伐逐步加快，境外各类投资者对我国债券市场的投资规模逐步加大，成为我国债券市场的重要参与者。境外机构在我国的持债规模不断上升，根据中债登和上清所的托管数据统计，截至2018年10月，境外机构在我国债券市场合计托管债券余额16847亿元，其中持有国债的数量已经达到10793亿元，相较于2014年6月份1630亿元的规模已经增长近6倍。但是，由于境外投资者参与我国债券市场取得的债券利息所得和转让所得的税收处理存在不确定性，影响了其投资的决心和规模。

业内专家认为，境外机构投资境内债券利息收入可免征两税，有利于我国引进外资。盘古智库高级研究员吴琦指出，此前中国在境外机构投资境内债券市场领域缺乏征税纳税的实施细则，税收政策的不确定性阻碍了境外机构的进入步伐，增加了境外机构的合规风险，新举措将有利于中国债券市场对外开放。

国家税务总局税务干部进修学院讲师吕明指出，境外机构投资者取得的与债券有关的投资收益主要可以分为两个部分：一部分为持有收益，即利息收入；另一部分为处置收益，即买卖差价。

目前，境外机构投资境内债券市场，买卖差价免缴增值税。利息收入则需要按照“贷款服务”缴纳6%的增值税。企业所得税方面，根据投资业态，境外机构投资者在身份上属于在中国境内未设立机构场所的非居民纳税人，且买卖差价所得并非来源于我国境内，不应在境内缴纳企业所得税。利息收入需要按照源泉扣缴原则，在中国境内缴预提所得税，预提所得税税率一般为10%，但具体税率以与我国签署的税收协定（或税收安排）的规定为准。

因此，新政策实施后，境外机构投资境内债券市场的税收优惠从买卖差价免税扩大

到利息收入也免税，免税范围扩大了。境外机构投资者的税负将大幅降低，有利于吸引外资，促进我国债券市场的发展。

（摘自证券时报，易永英，2018年11月23日）

[返回目录](#)

国务院出台 53 条措施支持自贸区改革创新，首提知识产权证券化

11月23日，国务院印发《关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》，《通知》提出了53条切口小、见效快的工作措施，着力打通有关工作的“堵点”和“难点”，推动自贸试验区更好发挥示范引领作用。53条措施共分为4类，分别是营造优良投资环境、提升贸易便利化水平、推动金融创新服务实体经济、推进人力资源领域先行先试。政策涵盖内容丰富，体现了“赋予自贸试验区更大改革自主权”的要求。

天津市自由贸易区研究院执行院长刘恩专表示，53条措施全部是“干货”，在投资、贸易、金融等方面提出了具有可操作性的举措，并明确了具体落实的责任部门，是一份“新、实、细”的文件。

围绕推动金融创新服务实体经济，《通知》提出了12条措施。其中，个人境外证券投资 and 知识产权证券化都是新提法。《通知》提到，支持自贸试验区内符合条件的个人按照规定开展境外证券投资；支持在有条件的自贸试验区开展知识产权证券化试点。复旦大学上海自贸区综合研究院研究员、中国（上海）自贸试验区管委会政策研究局原局长张湧认为，《通知》意味着除沪港通、深港通、沪伦通外，今后个人境外投资的市场会进一步扩大，资产配置的渠道和空间进一步拓宽。华中科技大学教授、光谷自贸研究院院长陈波分析称，知识产权证券化是个新提法，这与国家创新驱动发展战略相关，是资本市场服务和助力上海等城市打造科创中心的又一个创新举措。

（摘自上海证券报，梁敏、宋薇萍，2018年11月24日）

[返回目录](#)

发改委：进一步扩大外资银行境外融资外债规模

11月26日，国家发改委下发《关于境内外资银行申请2019年度中长期外债规模的通知》。通知指出，国家发改委将根据经济金融形势需要，进一步扩大外资银行境外融资外债规模，促进跨境融资便利化；同时，引导外资银行外债结构优化、投向合理、效益

提高。

通知指出，2019年度（2019年4月-2020年3月）境内外资银行（以下称“外资银行”）中长期外债规模申报，分别通过商业注册所在地省级发展改革委向国家发改委提出申请，外国银行分行由其境内主报告行通过主报告行商业注册所在地省级发展改革委向国家发改委提出申请。申请报告包括2018年业务经营概况、外债规模及当年外债余额情况，2018年外汇资金来源情况，2019年度中长期外债规模申请及用途说明，近三年中长期外汇贷款总量情况等，申报材料于2019年2月15日前送达国家发改委外资司。2019年12月31日前，外资银行可通过有关省级发展改革委向国家发改委申请调增中长期外债规模，外国银行各境内分行2019年度中长期外债规模可相互调剂使用，调剂情况由境内主报告行抄报国家发改委备案。

通知强调，国家发改委在核定2019年度中长期外债规模时，将主要考虑近三年外债实际使用情况，以及2019年度固定资产投资贷款和中期流动资金贷款的外汇资金需求。各外资银行要按照国家产业政策和战略规划的重点方向用好外债资金，加大对实体经济的支持力度，促进金融资本与产业资本融合发展，助推产业转型升级和供给侧结构性改革。各外资银行按季度报送外债执行情况，切实防范外债和金融风险。

（摘自中证网，刘丽靓，2018年11月26日）

[返回目录](#)

市场动向

全国首单公租房资产证券化项目将交易，发行规模近9亿

11月19日，全国首单以公租房租金收入作为底层资产的资产证券化项目，将于近期在上海证券交易所挂牌交易。据长江资管于11月14日发布公告称，“长江资管——武汉地产公租房资产支持专项计划”（以下简称“专项计划”）成功设立，发行总规模8.915亿元，期限18年，平均票面利率5.08%，有效参与户数为4户。

2017年7月，住建部等九部委发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，明确表示“加大对住房租赁企业的金融支持力度，拓宽直接融资渠道，支持发行资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务”。

该项目是全国首单以公租房租金收入作为底层资产的资产证券化项目，将5个公租房项目未来18年的预计租金收入打包形成一个资产证券化产品，在证券市场向投资者发售，这一创新的融资模式，可将公租房未来的租金收入提前变现，盘活存量资产。而目前武汉市公租房的租金收益比较稳定，也能吸引到投资者。此次“全国首单”的顺利发行，还将提升武汉保障房建设的影响力。

对此，易居研究院智库中心研究总监严跃进表示，此类模式是解决租赁住房资金压力的重要举措。尽管目前一些租赁产品的出租效果很好，但租金收益一般只是按月或年付，这会给租赁企业带来很大的资金压力。通过测算未来几年的租金收益，来获取现金流来源，进而发展证券化产品，能够实现一次性回笼资金的目的。

严跃进进一步认为，在当前大力发展租赁市场的背景下，此类金融手段有助于降低经营压力，也利好约束企业发展，督查相关企业积极做好物业运营，以保障未来偿债能力的延续。

（摘自新京报，张建，2018年11月20日）

[返回目录](#)

北京市场首单支持 AA 评级民企 CRMW 成功发行

11月20日，北京银行首次推出与中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）联合创设的信用风险缓释凭证（下称“CRMW”），支持国内最大的民营出租车运营商之一——北京银建投资公司成功发行2018年度第一期短期融资券。

该笔债券期限365天，发行规模5亿元，发行利率6.34%。为降低企业融资成本，提振投资者信心，北京银行与中债增进为本期债券配套创设了0.5亿元CRMW。

这是银行间市场首单以AA评级民企发行的CP作为标的债券的CRMW。北京银行也成为首家创设CRMW的首都金融机构，有力提振首都地区民营企业发债信心，为支持民营企业发展提供良好的范本。由于风险对冲手段充足，前期销售沟通充分，该笔债券得到了市场的追捧，多家机构参与了CRMW认购，认购倍数达3倍，最终创设费率1.60%。本期债券再创近期同期限同评级民企债券利率新低。

（摘自证券时报，牛溪，2018年11月23日）

[返回目录](#)

风险事件

“18 新光控股 CP001”、“11 新光债”构成实质违约，新光集团违约债券规模已高达 58.1 亿元

11 月 21 日，新光控股集团未能按约定足额偿付当日到期的“18 新光控股 CP001”，本息约 7.22 亿元人民币；11 月 23 日，新光控股集团有限公司公告称，由于公司流动性出现问题，已经发生多笔债券违约，偿债压力很大，导致未能按时偿付“11 新光债”。“11 新光债”为 4+3 年期企业债，发行规模为 16 亿元。

11 月 26 日午间，新光圆成发布公告称，控股股东新光集团多只债券未按期兑付，包括“16 新光债”、“15 新光 02”、“17 新光控股 CP002”、“18 新光控股 CP001”、“11 新光债”等。目前，新光集团违约债券对应本金规模已经高达 58.1 亿元。公告表示，新光集团将全力配合主承销商召开债券持有人会议，参与商讨后续救济措施，维护持有人权益。

（摘自 Wind、每日经济新闻，2018 年 11 月 26 日）

[返回目录](#)

宏图高科：“15 宏图 MTN001”将延期兑付本息

11 月 26 日晚间，上海清算所称，当日为宏图高科发行的“15 宏图 MTN001”付息兑付日，截至当日日终，上海清算所仍未收到宏图高科支付的付息兑付资金，无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。稍后，宏图高科在公告中表示，已与“15 宏图 MTN001”全部投资人就延期兑付方案达成一致，将延期兑付本息。

“15 宏图 MTN001”发行规模 7 亿元，票面利率 6%，发行期限为 3 年，主承销商为中信银行股份有限公司。资料显示，除“15 宏图 MTN001”外，宏图高科债券存量规模为 13.5 亿元，存量只数为 3 只。

（摘自每日经济新闻，王小璟，2018 年 11 月 26 日）

[返回目录](#)

凯迪生态预计不能按期支付“16凯迪03”回售款，此前4次违约

资料显示，“16凯迪03”当前余额6亿元，票面利率为7%，下一付息日为2018年12月15日，期限为3（2+1）年，主承销商为中德证券有限责任公司。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的数据，“16凯迪03”的回售数量为592万张，回售金额为6.33亿元（含利息），剩余托管量为8万张。

凯迪生态表示，会积极筹措资金，争取尽早完成本期债券的回售款项支付。

据Wind数据统计，凯迪生态目前已经有4次债券违约记录，分别为“11凯迪MTN1”，违约日期2018年5月7日；“16凯迪01”，违约日期为2018年9月5日；“16凯迪02”，违约日期为2018年9月5日；“11凯迪债”，违约日期为2018年11月19日。

针对“11凯迪MTN1”，主承销商农业银行、进出口银行今日发表公告表示，11月9日，主承销商、联席主承销商组织召开“11凯迪MTN1”持有人沟通会。会上，企业介绍了整体债务清偿的初步方案，并就“11凯迪MTN1”清偿方式征求持有人意见。持有人就“11凯迪MTN1”清偿方式与企业进行了商议。

同时，主承销商就“11凯迪MTN1”违约一事，保持与交易商协会等监管部门沟通汇报，并在交易商协会的指导下开展违约处置工作等；后续将继续督导发行人尽快明确债券清偿方式，并落实偿付资金等。

（摘自每日经济新闻，王小璟，2018年11月26日）

[返回目录](#)

盛运环保：“17盛运01”构成实质性违约

11月27日，盛运环保发布公告称，因“18盛运环保SCP001”违约触发“17盛运01”加速清偿，公司由于资金流动性极为紧张，未能于11月27日前足额兑付“17盛运01”债券本息，构成实质性违约。上述公司债的发行规模为4.55亿元。

（摘自Wind，2018年11月27日）

[返回目录](#)

“15永泰能源MTN002”构成实质违约

11月27日，永泰能源股份有限公司发布公告称，由于受违约事件影响，公司正常

融资功能基本丧失，短期流动性极度紧张，截至 2018 年 11 月 27 日终，未能按照约定足额偿付“15 永泰能源 MTN002”利息及回售部分本金，“15 永泰能源 MTN002”发行规模为 14 亿元，利率为 7.50%。公司控股股东永泰集团有限公司和实际控制人王广西先生已于 2018 年 8 月 20 日对本期中票提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，但其因近期流动性紧张，目前无法代偿。公司将继续通过多途径努力筹措资金，尽快向投资人支付本期中期票据的利息及回售本金。

（摘自 Wind，2018 年 11 月 27 日）

[返回目录](#)

联合观点

2018 年化学制药行业季度报告

2018 年 1~9 月，化学原料药样本企业延续了 2017 年以来受环保政策影响，产品价格上涨使得收入和利润因素大幅增长，现金流状况和收入实现质量均有所改善；企业资产规模和资本负债率较稳定，短期偿债能力稳定。同期，化学制剂样本企业收入规模保持增长，但受费用增长影响，净利润明显下滑，现金流状况和收入实现质量有所提升；企业资产规模略有增长，资产负债率有所上升但仍维持在较低水平，短期偿债能力虽有所下降但仍属较强。

2018 年三季度，化学制药企业发债合计 9 笔，涉及规模共计 60.00 亿元；主体级别集中在 AA+。化学制药行业未发生违约、行业内企业级别下调等情况，整体运行情况良好；2018 年四季度行业将到期债券规模较三季度规模大幅下降。

预计四季度行业整体资产和收入将稳中见长；部分企业受医保谈判政策和基本药物目录调整的影响，毛利率及收入可能会有所下滑。从品种看，以创新药为主要产品的企业将继续获得政策支持；仿制药方面，研发实力较强、一致性评价布局品种齐全，或具有先发优势的企业有望先一步抢占市场，但走高价高疗效路线的仿制药，如不加速转型或将面临更大的经营压力。从政策看，已通过一致性评价的产品将进入新版基本药物目录，销量得以提升，此外，基本药物目录覆盖范围广，将有助于未在部分医药市场重点布局的药企提升市场份额。从价格看，已通过一致性评价的产品将更快进入新版基本药

物目录，价格也将趋于合理，目录调整使其受益。从负债水平看，部分企业存在外部融资需求，受整体融资环境影响，整体负债水平预计维持在适中水平，偿债能力变化不大。总体看，化学制药行业展望维持稳定。

查看全文请点击 <http://unitedratings.com.cn/News.aspx?m=20140627100707687840&n=20181121175347657534>

（摘自联合评级网站，联合评级工商四部供稿，2018年11月21日）

[返回目录](#)

建筑施工行业观察报告——2018年三季度

2018年三季度受“宽货币、宽财政”政策取向，叠加政策支持基建补短板、拉动基建投资等因素的推动下，建筑企业发债规模有所回升。但受债券违约事件频发影响，投资者对信用债的风险偏好短期内预期难以回升，发债主体信用等级趋于向高级别中长期债券集中。

2018年10月，央行再度降准，货币宽松持续加码，但受九月底信用债违约潮再现的影响，发债企业特别是民营企业再融资难度仍高，货币政策或较难达到预期，预计建筑施工企业发债规模仍不会大幅增长。

2018年三季度，各级别建筑施工企业发行债券利率分化明显，低级别主体发行债券利率持续上升。三季度，以民营企业为主的AA级主体发行的各期限债券季度平均利率延续上升趋势，其中短期债券季度平均发行利率同比上升131BP、环比上升55BP；中长期债券季度平均发行利率同比上升69BP、环比上升30BP。AA+发债主体所发短期债券季度平均利率同比上升105BP、环比下降87BP，中长期债券季度平均利率同比上升87.19BP、环比下降47BP。AAA级主体发债利率呈下降趋势，其中中长期债券季度平均发行利率同比下降33.80BP、环比下降36BP。

2018年三季度，低等级主体债券发行利差持续走高。在目前经济下行、违约事件频发、市场风险偏好降低背景下，竞争力相对较弱、流动性管理较为薄弱的低级别建筑施工企业（集中在民营企业）发债融资能力被进一步削弱。相比之下，投资者对具备规模及股东支持优势的大型国有建筑企业债券配置需求有所增加。体现在利差方面，AAA级别企业发行利差整体有所收窄，其余各级别企业债券发行利差均不同幅度走阔。

在行业增速上行压力加大、融资渠道收紧背景下，关注中小规模民营建筑施工企业回款效率、经营业绩恶化带来的流动性风险；重点关注经济增速乏力区域企业受区域投

资增速放缓、区域信贷环境恶化等因素引发的债务违约风险。

查看全文请点击 <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181121214022402228550>

（摘自财富号，联合资信公用事业一部供稿，2018年11月21日）

[返回目录](#)

乘用车行业 2018 年研究报告

2017 年以来，受购置税优惠政策退坡影响，我国乘用车产销量增速较去年同期有所下降；新能源汽车受政策推动及市场需求逐步释放影响，产销率增速保持较高；受全球经济复苏、自主品牌逐步崛起及“一带一路”带动作用的影响，出口量增速较去年同期有所提高。2018 年以来，我国汽车行业相关政策的主要宗旨在于，一方面稳步提高产业的对外开放程度；另一方面从需求和供给两端推动新能源汽车的发展。

截至 2017 年底，乘用车样本企业整体延续了资产规模和货币资金实力较强、存货及应收账款压力较小、固定资产投资较大的特点，新增固定资产投资主要用于新能源汽车领域，但存货和应收账款比例有所提高，运营资金出现一定程度占用；2017 年，样本企业收入保持增长但增速有所放缓，受成本上升影响，利润增速下降明显，投资收益对利润贡献作用仍然很大，费用控制能力偏弱；现金流规模较大，经营现金流入规模增加；行业债务负担加重，短期偿债能力稳定但仍然偏弱，长期偿债能力较强，整体偿债能力略有下降。

2018 年前三季度，乘用车样本企业资产规模未能保持快速增长势头，存货、应收账款占比进一步提升，固定资产投资出现下滑，营运指标大幅下降；收入较上年同期有所增长，营业利润增幅放缓，费用收入比继续上升；经营现金流由净流入转为净流出，债务负担保持稳定，短期偿债能力有所下降。

预计 2018 年我国乘用车产销量整体增速大幅放缓，而新能源汽车产销量继续保持高速增长。乘用车行业的产品结构、竞争态势等都将面临较大变局，行业分化将对经营者带来新的挑战。2018 年，汽车行业展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://unitedratings.com.cn/News.aspx?m=20140627100707687840&n=20181119175827420512>

（摘自联合评级网站，联合评级工商四部供稿，2018年11月21日）

[返回目录](#)

建筑施工行业研究报告

2018 年以来，建筑施工行业整体延续增长态势，其国民经济支柱产业的地位稳固。但作为强周期行业，持续下行的固定资产投资增速给该行业的增长带来压力。两大下游产业中房地产行业整体增速维持在较高水平，但销售乏力仍给投资高增速的可持续性带来压力；基建投资增速下滑明显。

企业层面，2018 年前三季度，行业内发债企业整体经营业绩保持增长。央企及大型国企凭借其资质全、管理及技术水平高、融资能力强等多方面的优势，在规模、项目承接和盈利方面等方面与中小型建筑施工企业进一步分化。PPP 项目的参与在给企业带来业务增长空间的同时，也对企业资金周转、债务期限调整形成挑战。

“稳增长、防风险”仍为未来几年经济工作首要任务。虽固定资产投资增速持续回落、房地产行业下行压力加大，但西部基建“补短板”、“乡村振兴战略”等政策的出台，配合积极的财政政策，给建筑业增长带来空间。短期内，固定资产投资增速的趋势性放缓给行业增长带来压力，加之建筑施工行业举债经营的特性，资金周转压力加大。从中长期看，随着“一带一路”、“稳投资”等利好政策的逐步落实以及 PPP 项目的规范化，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

查看全文请点击 http://www.sohu.com/a/277449107_238300

（摘自搜狐财经，联合资信公用事业一部供稿，2018 年 11 月 23 日）

[返回目录](#)

民企生存环境风云变幻，龙头优势助力跨越周期

近期，联合资信组成调研组对山东地区多家民营龙头企业及其所属的十余个生产基地进行了调研走访，涉及地炼、铝业、焦化、港口等行业，并针对区域经济发展、金融环境、行业运行情况及企业经营现状进行了沟通。

通过本次走访发现，地方企业对于政府出台的政策性文件响应程度有所不同，政策解读出现分化，考虑到近年来山东省产业发展基调仍以转型升级、产能整合为主，未来具备高效率、差异化、高技术、低成本等竞争优势的企业方能长久发展，政策实施服从于市场的可能性较大，行业整合任重道远。

经过近几年持续大力度淘汰落后产能和环保督查，处于行业末端的经营主体或选择产业升级或选择退出市场，龙头企业前期技术、环保投入效用显现，生产经营持续向好。在当前各行业压小上大、降本增效的趋势下，民营龙头企业已形成自有竞争优势，高端产业行业壁垒逐渐清晰，产业链延伸和差异化路线成为企业未来资金投入的主要方向，行业向头部集中或将更加明显。

通过本次调研走访，联合资信调研组认为，在近年来供给侧结构性改革不断推进的大背景下，地方龙头企业已经逐步出现经营路线分化，并在各自领域逐渐建立行业壁垒，形成自有优势，这些优势也在一定程度上帮助企业穿越本轮去杠杆周期。目前，随着全国金融政策和融资环境的逐步调整，民营企业外部环境较前三季度向逐步改善的方向发展，这利好于民营龙头企业外部经营环境的变化，企业重要性将更加突出。但调研过程中也发现，受利益冲突影响，企业更倾向于向投资人和评级机构强调成熟的、示范化的经营成果，存在对部分问题过于乐观解读的情况。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181123/150348107.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信工商二部供稿，2018年11月23日）

[返回目录](#)

欧盟委员会再次驳回意大利预算案，制裁可能性飙升

11月21日，欧盟委员会正式公布了对欧元区全部19个国家2019年预算草案的评估报告，包括曾经被驳回的意大利2019年预算草案。欧盟委员会认为，由于意大利提交的2019年预算中财政赤字过高，将着手启动“过度财政赤字程序”（EDP）。如果最终意大利仍拒绝修改预算案，或将面临相当于0.2%~0.7%国内生产总值的高额罚款。截止目前，欧盟尚未出现过成员国违反预算规则被处罚的案例。

在经济景气度低，民众生活水平下降的背景下，意大利的民粹主义的势力不断扩张，右翼政治力量发展壮大。如果欧盟最终否决意大利的2019年预算草案，并按照相关公约对意大利处以高额罚款，则很有可能进一步激发意大利民粹主义势力对于欧盟和欧洲经济一体化的反感情绪，不排除意大利在极端情况下，退出欧元区，甚至退出欧盟的可能，而这无疑将成为欧洲一体化进程的重大倒退。另一方面，如果欧盟向意大利做出妥协，允许其大幅度上调财政赤字，则意味着欧盟的相关财政纪律无法得到严格执行，其

他境况与意大利相似的南欧国家有很大概率寻求效仿，从而致使欧盟控制成员国政府债务的努力前功尽弃，推升欧元区乃至整个欧盟的债务风险水平。

意大利如何应对 EDP 程序也并不是一项简单的任务。退出欧元区乃至欧盟，会给意大利带来汇率和更大的财政政策自由，但也将失去自由进入欧盟统一市场的通道，恐将拖累意大利的经济增长。

即使 12 月 3 日欧元区财长们的月度例会上最终批准启动 EDP 程序，意大利仍然会有最高 6 个月的时间调整其 2019 年预算，双方再次期间通过协商塔城协议的可能性依然存在。相对来说，意大利将结构性预算控制在欧盟要求之内并适当增加其他预算，同时欧盟承诺对包括意大利在内的部分经济体提供经济结构性改革的支持是一种可能性较大的结果。在极端情况下，不排除意大利最终寻求退出欧元区，以实现增加通过汇率工具调控经济的手段；但意大利最终选择脱离欧盟，放弃欧盟统一市场的可能性极小。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2018-11-23/195292571.html>

（摘自和讯新闻，联合资信主权部供稿，2018 年 11 月 23 日）

[返回目录](#)

医药行业观察——2018 年上半年

2018 年上半年，医药行业各细分领域政策仍旧频繁出台，医改继续向纵深推进。一方面，仿制药一致性评价的相关细则仍然密集发布，“两票制”逐渐在各省份落地并基本形成全国覆盖；另一方面，国家医疗保障局的设立、抗癌药零关税、中药经典名方发布等亦成为行业热点话题，可能对未来医保控费、医保支付、国产药品价格、中成药的发展产生深远影响。预计未来医药行业更多配套政策将加快落地，降价仍是政策主旋律。

据国家统计局数据显示，2018 年 1~6 月，规模以上医药制造业工业增加值增速为 10.9%，较上年同期提高 0.3 个百分点，高于全国工业整体增速 4.2 个百分点。在行业整体利润增速高于主营业务收入的增速的同时，各子行业仍呈现分化趋势，与此同时，药品销售额增速放缓，公立医院终端市场份额提升。

2018 年上半年医药企业债券发行数量及规模同比提升明显，但受融资环境偏紧、低级别债券发行困难的影响，发债主体信用等级向高等级集中；医药流通企业融资需求有所提升，带动超短期融资券发行规模大幅增长，考虑到“两票制”政策的落地提高了下

游对医药流通企业的资金占用，为医药流通企业运营资金带来较大压力，未来医药流通企业短期融资券发行规模可能继续增长。

对医药企业债券发行人财务状况分析后发现：收入、利润规模提升，但企业间存在分化，销售费用增长明显；资产规模提升，债务规模呈增长态势，债务负担适宜；行业整体经营获现能力有所改善，“两票制”对现金流影响明显。

展望下半年，随着各项医改政策的细化和深入，医药行业增长整体趋稳，预计未来还将有配套政策加快落地，包括加快境外新药上市进程、激励药品创新和仿制、完善医保准入机制等，药品降价仍为行业常态，行业利润增速可能进一步趋缓。而随着部分地区通过一致性评价药品直接挂网、带量采购等政策红利逐步落实，预计 2018 年下半年业绩增长将进一步体现，使得企业间分化趋于明显。同时，随着成本上涨、研发和创新及并购方面的持续投入及“两票制”带来的占款压力，预计医药制造企业和医药流通企业均面临较大融资需求，债务水平可能有所提高。

查看全文请点击 <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181124010139139017630>

（摘自财富号，联合资信工商一部供稿，2018 年 11 月 24 日）

[返回目录](#)

汽车制造行业观察——2018 年三季度

2018 年第三季度，中国经济总体平稳，居民消费和固定资产投资增速放缓；汽车市场保持较大规模，但由于之前年度实施的汽车优惠政策退出，投资拉动因素弱化，关税政策落地、中美贸易战持续、股比放开时间表初定等因素令外部竞争环境存在不确定性，国内乘用车、商用车三季度销量同比均有回落，SUV 首度出现负增长，新能源汽车仍维持良好增长，经销商、尤其自主品牌经销商库存压力较大。

2018 年第三季度，汽车制造行业共发行信用债 10 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券），共涉发行人 6 家，单笔债券规模最高达 30 亿元（为定向工具），发行金额合计 151.00 亿元。上述发行人除戴姆勒股份公司不涉主体级别外，其余 5 家均为 AAA 级别企业。

汽车制造企业三季度收入增幅放缓，利润总额已转为小幅下滑态势，整体经营压力大；业务存续债发行人的主体级别集中于 AA+及以上的高级别区间，经营层面的分化趋于明显，各家发行人在行业景气度弱化时期对于经营性资金回流更予以关注。

考虑乘用车市场基数过高，短期内即便推出新一轮消费刺激政策，边际效果仍可能趋于弱化，或难恢复至之前年度的增长速度；环保政策严控、地方债支持经济建设、PPP项目落地率提升、物流需求持续等因素仍有望支撑商用车的市场需求，但考虑到经济放缓、监管趋严以及2017年的消费需求释放，商用车市场或难达到近两年的销量高点。

查看全文请点击 <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181124010138138014290>

（摘自财富号，联合资信工商一部供稿，2018年11月24日）

[返回目录](#)

融资租赁行业国内外信用评级方法的比较与研究

国际三大评级机构对于融资租赁公司的评级逻辑有所不同，但均是先评估受评企业个体的信用状况，得到个体信用评级，再考虑有外部支持（股东和政府支持）情况下的综合信用等级。在个体信用评估过程中，标普首先根据受评企业所在国的宏观经济环境及行业环境综合得到本行业的基础信用等级，再根据受评企业个体运营、财务状况等在基础信用等级上进行调整，最终得到个体信用等级；穆迪和惠誉则将运营环境作为个体评级中的一个评级要素。国内大部分评级机构对融资租赁公司评级的主要要素差异不大，对非银行金融机构/金融公司的评级要素总体围绕财务、经营、风险管理、经营环境等方面，在定性定量结合分析的基础上，参考外部支持、压力测试情况和一些其他影响因素最终确定级别，各要素在各机构评级方法中的布局情况和名称等有所差别。

关于评级的分析要素，整体上，国内外各评级机构对融资租赁公司的分析要素差异不大，基本均围绕运营环境、财务实力、业务经营、风险管理、外部支持及其他考虑因素展开分析。但大公另外以偿债能力评估为主线对上述要素进行了整合，重新分为偿债环境、财富创造能力、偿债来源和偿债能力四个要素。关于评级要素的映射，穆迪给出了主要要素的基础赋权情况，以及主要定性和定量指标对应每个级别下的认定区间，标普和惠誉在各评级要素中均给出了相关指标的映射矩阵；国内评级机构大多未披露各要素的权重及指标区间，仅大公针对部分重要指标给出了参考映射区间。

国内评级机构可以从国际评级机构评级方法中得到借鉴：（1）国际评级机构评级方法体系较为详细，无论是采用定性分析法还是定量分析法，国际评级机构均设置有具有完整的打分卡或级别调整指向，对打分区间具有详细的定量指标或定性描述，另外，穆迪还明确了各个指标所占权重。（2）国际评级机构评级方法将个体实力与外部支持分别

给予评估，在得到受评对象个体信用等级的基础上，再考虑外部支持等级，最终得到主体信用级别。（3）国际评级机构在衡量风险管理能力时均考虑了受评企业的风险偏好。

（4）国际评级机构对于融资租赁公司的融资能力和流动性考察角度更为全面。（5）国际评级机构在评级方法中对受评主体所在地区即国家主权信用着重考虑，认为融资租赁公司所在地的经济环境、金融市场环境、政策和制度力量等对其个体发展具有重要影响；这对于分析国内区域集中度高的融资租赁公司以及未来开展国际化业务对境外融资租赁公司的考察具有指导性意义。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181126/150367791.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融机构部供稿，2018年11月26日）

[返回目录](#)

联合资信：债券发行人流动性风险整体有所上升

联合资信研究部最新发布的一份报告指出，2018年上半年，发行人流动性风险整体较2017年及2017年上半年有所上升，国有企业和民营企业面临的流动性风险均有所加大。

2018年以来，在我国经济去杠杆、金融强监管背景下，企业融资渠道收紧，再融资压力进一步增大，因流动性紧张导致的企业违约事件时有发生。在此背景下，联合资信对我国公募债券市场已披露2018年上半年年报、非AAA级和非C级的2297家发行人的流动性风险进行了评价。

所谓流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对其短期（通常一年内）债务偿还保障能力的评价。据了解，流动性评价结果可以有效揭示企业流动性风险，对于因流动性紧张引发的违约风险起到一定的预警作用。

联合资信研究部胡颖、林青发现，2018年上半年，发行人流动性风险整体较2017年及2017年上半年有所上升；流动性评价结果主要集中在L-3（流动性状况一般）及以下级别，且占比（92.34%）呈现上升趋势；其中L-5（流动性状况很差）和L-4（流动性状况较差）级别发行人占比（合计52.50%）有明显提升，较2017年及2017年上半年增幅分别达到4个和9个百分点。

胡颖、林青表示，分行业性质来看，上半年部分产能过剩行业、城投行业、房地产、贸易和零售行业企业的流动性风险上升。分企业性质来看，国有企业和民营企业面临的

流动性风险均有所加大。国有企业中，城投企业和产能过剩行业企业较多，流动性相对较差；部分民营企业自身盈利能力差、债务负担重，加之金融去杠杆和民营企业违约事件频发背景下，民营企业再融资难度加剧、融资成本上升，流动性风险有所上升。

（摘自中国证券报，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年11月26日）

[返回目录](#)

造纸行业观察及信用风险展望

2017年以来，“三去一降一补”的供给侧改革政策继续为造纸行业的中期复苏提供强有力支撑，中国境内不同规模造纸企业的生产运营情况日趋分化，规模以上造纸企业生产运营情况持续改善，市场集中度稳步提升。同时，联合资信评估有限公司也关注到，本轮成品纸价格上涨仍继续受到原料价格飙升和运费上涨等因素影响，原料价格大幅波动是目前成品纸市场最主要的不确定因素，特别是2017年底以来部分成品纸价格出现价格剧烈波动和高位盘整情况也给造纸企业维持稳定获利能力带来一定挑战。

2018年中国造纸行业交易情况分化明显，整体表现为上半年价格提升，下半年价格回调。2018年上半年以来，在淘汰行业落后产能节奏深入以及网络购物等下游产业需求提升的大背景下，造纸行业整体表现良好，但收入和利润增幅明显下降，产销规模回缩；2018年下半年，在中美贸易摩擦升级，造纸行业需求不旺，原材料成本端价格回调支撑减弱，箱板瓦楞纸价格回调，造纸企业利润承压。

展望2019年，中国政府废纸进口政策或将继续向龙头企业倾斜，中小造纸企业由于竞争力较弱，受限于成本提升将被逐步淘汰，造纸行业集中度有望继续提升；短期内木浆价格预计仍将维持高位，拥有木浆生产能力的企业有望获益，龙头企业开始海外布局，可以规避贸易摩擦。原材料来源和成本控制仍然是制约造纸行业发行人信用状况持续改善的重要因素。

查看全文请点击 <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181127180521521024170>

（摘自财富号，联合资信工商一部供稿，2018年11月27日）

[返回目录](#)