

# 债市聚焦

第 39 期  
总第 334 期  
2019

## 政策指南

[《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务利益冲突管理规则》发布](#)

[国家发改委修订企业债券发行业务指引](#)

[标准化债权类资产将明确认定 央行等部门发文征求意见](#)

[券商接窗口指导 私募公司债募集资金用途将受限制](#)

[申报万亿专项债 多地发改委全员出战](#)

## 市场动向

[多项利好提升中国债券市场的“国际成色”](#)

## 联合观点

[零售行业季度研究报告](#)

[工程机械行业季度研究报告](#)

[动力电池行业季度研究报告](#)

[2019 年上半年有色金属行业信用风险总结与展望](#)

[财险公司经营分化情况及信用风险关注要点](#)

[化学制药行业季度报告](#)

[2019 年上半年电力行业信用风险总结与展望](#)

[2019 年上半年煤炭行业信用风险总结与展望](#)

[联合资信助力温州银行首单微小贷款资产证券化产品成功发行](#)

[《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》的简评](#)



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

### 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务利益冲突管理规则》发布

中国银行间市场交易商协会 10 日公告称，为加强信用评级业务自律管理，增强信用评级机构的利益冲突管理约束机制，保障信用评级的独立性、客观性及公正性，交易商协会组织市场成员制定了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务利益冲突管理规则》，现予发布施行。

该规则对隔离设置做出特别规定，提出信用评级机构应建立健全隔离机制，通过完善公司治理、合理设置组织架构、科学划分部门职能、有效隔离评级人员等措施，防范和管理评级业务开展过程中的利益冲突。信用评级机构应保持独立性，信用评级机构的实际控制人、关联机构不得影响与信用评级相关的政策、技术及制度的制定和实施，不得干涉或参与信用评级机构的业务开展及评级决策。

同时，规则表示，信用评级机构的主要股东及实际控制人在股权比例或投票权等方面不得存在足以影响信用评级独立性的潜在利益冲突情形。信用评级机构及其董事、监事、高级管理人员不得持有其他存在业务竞争关系的评级机构的出资额或股份。信用评级机构人员不得从事与评级业务有利益冲突的业务，不得参与对受评对象的非评级业务。

在离职审查及轮换方面，评级人员离职，并受聘于其曾参与评级的受评对象、评级委托方或主承销商的，信用评级机构应审查其参与的与其聘任机构有关的评级工作是否受到利益冲突影响。评级项目组成员不得连续 5 年为同一受评对象及其关联机构提供信用评级服务，自期满未逾 2 年的不得再参与该受评对象及其关联机构的评级活动。

该规则还对利益冲突管理方面予以规定：评级人员的考核、晋升以及薪酬不得与其参与评级项目的发行、收费等因素关联。合规人员的考核、晋升、薪酬不与信用评级机构的业务收入情况关联。信用评级机构应至少每年对人员薪酬政策及执行情况进行审查。

（摘自上证报，黄紫豪，2019 年 10 月 10 日）

[返回目录](#)

## 国家发改委修订企业债券发行业务指引

近日，为贯彻落实党中央、国务院关于增强金融服务实体经济能力的决策部署，完善企业债券发行管理制度，提高发行效率和质量，国家发改委研究制定了《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》。

为规范企业债券发行行为，保护各参与方合法权益，国家发改委 2014 年 4 月份发布了《企业债券簿记建档发行业务指引（暂行）》及《企业债券招标发行业务指引（暂行）》，企业债券发行统一在中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）以簿记建档和招标方式发行，发行和定价流程更加规范、透明，保障了企业债券发行业务平稳、有序推进。

发改委财金司有关负责人表示，本次指引修订工作主要围绕三个方面展开：一是强化内控制度要求，严控发行环节相关风险。二是强化企业债券发行环节社会信用管理，实施失信联合惩戒，要求发行参与人按规定或协议约定履行相关义务，未履行规定或协议约定的相关行为记入信用记录，并按照国家有关规定纳入信用信息系统，实施失信联合惩戒。三是适应债券市场发行新形势，提高债券发行效率，根据市场参与各方需求，一方面赋予企业债券灵活的发行定价权利，发行人可自主选择设置弹性配售选择权或当期追加发行选择权；另一方面调整直接投资人申请标准，充分发挥直接投资人在企业债券发行过程中的重要作用。

就新修订的指引中涉及直接投资人的内容有所调整和修改，发改委财金司上述负责人表示，企业债券直接投资人是指承销团成员以外，具备一定资格，通过簿记建档发行系统和招标发行系统直接参与申购或投标的投资人。直接投资人制度的设立，在一定程度上推动了企业债券发行工作的透明化和市场化，既降低了发行人融资成本，又提升了优质投资人的盈利水平，实现双赢。新修订的《指引》调整了直接投资人申请的标准，直接投资人的申请范围变更为“上一年度末 AA+级（含）以上的企业债券持有量排名前 30 名的投资人和全部企业债券持有量排名前 50 名的投资人”，注重投资者对高信用等级企业债券投资和企业债券持券总量的考察。

修订后的《指引》增加“弹性配售选择权和当期追加选择权等定价方式”。发改委财金司上述负责人表示，本次指引修订是发改委增强企业债券服务实体经济能力组合拳的组成部分，是企业债券深化落实“放管服”改革的重要举措。企业债券统一采用严格

的簿记建档或招标发行，在市场资金面变化较快的情况下，债券发行窗口期缩短，部分债券发行难度加大，发行利率提高，择期发行案例增多。修订后的《指引》增加了弹性配售选择权和当期追加选择权等定价方式，相关规则将由发改委指导中央结算公司制定，并增加了债券发行前公告日期的弹性。在充分披露的前提下，给予发债企业一定自主选择权，增加发行额度和公告日期安排弹性，有利于提升企业债券的发行效率，有利于降低企业债券的发行利率和扩大直接融资规模。

（摘自中国经济网，2019年10月11日）

[返回目录](#)

## 标准化债权类资产将明确认定 央行等部门发文征求意见

中国人民银行12日联合中国银保监会等部门，将明确标准化债权类资产认定规则，并公开征求意见。人民银行有关部门负责人表示，明确标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定标准及安排，有利于引导市场规范发展，强化投资者保护。

作为资管新规的重要配套细则，人民银行会同银保监会、证监会、外汇局起草了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》。征求意见稿明确，标准化债权类资产是指依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、金融债券、公司债券、企业债券、同业存单等。征求意见稿提出，其他债权类资产被认定为标准化债权类资产的，应同时符合信息披露充分、集中登记、流动性机制完善等五项条件，并对认定标准进行了细化。人民银行可会同金融监督管理部门根据相关条件和规定进行认定。

人民银行有关部门负责人表示，为尽量避免由于标债资产认定造成市场大幅波动，是否进行标债资产认定充分尊重相关市场参与者及基础设施机构意愿，并规定在过渡期内保持对存量资产的监管要求不变，推动市场平稳过渡，有效防范处置风险的风险。

业内人士认为，此次细化的认定标准与已发布的资管新规要求保持一致，并没有在已有的制度上“加码”，也没有放松监管要求。此前监管部门已与市场机构进行过充分沟通，对市场普遍关心、性质模糊的金融产品进行了明确认定，因此对市场影响相对有限。根据征求意见稿，银行业理财登记托管中心有限公司的理财直接融资工具，银行业信贷资产登记流转中心有限公司的信贷资产流转和收益权转让相关产品，北京金融资产交易所有限公司的债权融资计划，中证机构间报价系统股份有限公司的收益凭证，上海

保险交易所股份有限公司的债权投资计划、资产支持计划等，这些此前市场有争议的金融产品被明确为非标准化债权类资产。

据了解到上述新明确的非标产品中，有部分此前未被监管纳入非标统计。有市场统计数据显示，这部分资产大约 2000 亿元。针对此类资产，征求意见稿特别明确，在过渡期内，可豁免关于非标准化债权类资产投资的期限匹配、限额管理、集中度管理、信息披露等监管要求。过渡期结束后尚在存续期内的，按照有关规定妥善处理。

自资管新规发布后，绝大多数市场机构已主动按照相关要求，调整不合规资管业务，不断压缩信托贷款、委托贷款、债权融资计划等非标资产规模。人民银行有关部门负责人表示，认定规则发布后新增的各类债权类资产，均可按相关程序进行标债资产认定，若通过标债资产认定，资管产品可投资该类标债资产以置换存量的非标资产。

业内人士介绍，监管部门并未强制非标资产进行转标，而是将投资标准化债权资产的主动权交给市场机构。在不干扰正常融资、不改变市场标准的情况下，帮助市场机构化解非标资产难入表、难接续的问题，有利于非标资产的规范发展，为市场增添了弹性。

（摘自新华网，2019 年 10 月 13 日）

[返回目录](#)

## 券商接窗口指导 私募公司债募集资金用途将受限制

10 月 14 日，记者自券商人士处获悉，日前，有券商接到证监会窗口指导，2019 年 9 月 19 日以后受理的私募公司债，规模超过净资产 40% 的部分只能用于借新还旧；公私募分别独立按净资产 40% 测算额度。

业内人士告诉记者，按照新老划断政策，9 月 19 日之前受理或已拿批文的私募债，不受该窗口指导影响，可以按约定用途使用。目前政策刚出，项目收益债等特殊品种涉及的问题尚有待研究，政策之后可能会对应调整。

对此政策对业务的影响，券商人士表示，如果在时间后有不符合申报要求的项目，需要对募集说明书的募集资金用途做出调整，对企业融资结构也会带来一定影响。

（摘自新京报，张思源、陈鹏，2019 年 10 月 14 日）

[返回目录](#)

## 申报万亿专项债 多地发改委全员出战

为应对经济下行压力，全国正掀起一股地方政府专项债申报热潮。财政部最新数据显示，截至9月底，新增地方政府债券发行30367亿元，完成全年新增地方政府债务限额的98.6%。其中，新增专项债券发行21297亿元，完成率为99.1%。

随着今年地方债发行基本完毕，9月的国务院常务会议提出，将“提前下达明年专项债部分新增额度”。根据2019年新增专项债限额的60%测算，2020年专项债提前下达的新增限额为12900亿元。

### 多地完成三批专项债申报

公开信息显示，从8月初开始，各地财政部门陆续筹备开展2020年政府债券的申报发行工作，比往年提前了三个月左右。另据山东省潍坊市发改委网站透露，自8月下旬开始，国家发改委先后3次发布关于组织申报地方政府专项债券的“紧急通知”，随后各地专项债申报工作加速推进。其中，潍坊市分别于8月31日至9月1日、9月5—7日、9月19日开展了三批专项债券社会事业领域项目审查及申报工作，分别筛选出7个、15个和25个社会事业领域项目—第三批申报数量超过前两批之和。除了社会事业领域，截至10月7日，潍坊市还完成了第三批专项债券农林水利领域项目的申报工作，共筛选上报24个，申请债券资金29亿元。潍坊市发改委网站9月17日发布的信息称，潍坊市共有18个项目纳入2020年国家重大建设项目库第一、二批专项债券项目，专项债券资金需求28.22亿元，纳入的项目数量和资金需求居山东省第三位和第四位。不止潍坊，云南省文山州广南县表示，坚持一把手亲自抓、亲自研究项目，强化项目专班，加班加点做好申报工作。截至9月17日，广南县向省、州申报地方政府专项债券162.27亿元，其中，第一批、第二批、第三批申报项目数量分别为12个、11个和28个。

### 防止项目收益虚高

国家统计局新闻发言人付凌晖曾在今年9月中旬的新闻发布会上表示，从前期情况来看，基础设施投资增长并不高。面对这种情况，中央将进一步增加专项债的发行，将明年部分新增专项债额度提前至今年发行。据报道，2020年部分专项债额度最早有望将在今年10月份下达，但是否会在今年四季度发行，目前还没有准确信息。

随着专项债的加速推进，有业内人士开始担忧。国务院参事室特约研究员姜洪等人，在8月底发表了一篇名为《更好发挥地方政府专项债券的作用》的文章。文章指出，专

项债券项目收益的真实性直接涉及专项债券的风险防控与可持续性，“目前一些地方政府希望通过抬高项目收益吸引投资，导致有些债券项目披露的收益虚高”。此外，根据此前各省公布的 2018 年度审计工作报告，专项债项目储备不足、“钱等项目”、地方政府债券资金闲置的情况亦比较突出。娄洪认为，正是信息披露不实导致部分项目披露的收益率虚高。他建议，严格把住信息披露真实性的关口。同时，管理部门可以考虑以一定收益率作为专项债券对应的公益类项目内部收益率上限和下限，指导各地合理测算项目收益覆盖倍数。

上海财经大学公共政策与治理研究院首席经济学家杨畅表示，9 月国常会议部署具有明确的政策指向性。但值得注意的是，从地方政府专项债券发行到基础设施投资增速回升之间，仍然存在链条传导问题，如何激发地方政府加大基础设施投资的积极性，打通链条传导阻碍，应是未来政策着力的重点。

（摘自时代周报，陈泽秀，2019 年 10 月 15 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 多项利好提升中国债券市场的“国际成色”

全球经济下行压力加大，人民币对美元汇率“破 7”，但全球机构投资者对中国债券市场的热情不减。随着我国国债被纳入国际指数，更多外资正在流入。

中国外汇交易中心最新发布 9 月银行间债券市场境外业务运行情况显示，2019 年 9 月，境外机构投资者共达成交易 5281 亿元人民币，其中买入债券 3194 亿元，卖出债券 2087 亿元，净买入 1108 亿元，净买入量环比增长 58.51%。数据还显示，三季度期间，境外机构投资者在我国银行间债券市场净买入 3211 亿元债券，由于上半年净买入额约为 5000 亿元，前三季度净买入额超 8000 亿元。截至 2019 年 9 月，共有 2257 家境外机构投资者进入银行间债券市场，境外商业银行、境外央行类和境外资管产品交易最为活跃。境外机构偏好于政策性金融债、国债、同业存单等流动性较好的债券，此三类债券的交易量总占比约为 96%。

摩根大通全球研究主管张愉珍表示，随着各国央行纷纷降息，全球负收益率债券的总量不断创出新高，中国国债较高的收益率对国际机构来说是全球范围内为数不多的价值洼地。与此同时，随着中国债券被更广泛地纳入国际主流指数，中国债券的“国际成色”日益鲜明。以人民币计价的高流动性中国政府债券将于2020年2月28日起被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列。此前在今年4月份，人民币计价的中国国债和政策性银行债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数。

张愉珍表示，虽然人民币对美元汇率“破7”已有一段时间，但和其他新兴市场货币相比，人民币汇率走势依然较为稳健，境外机构的投资兴趣并没有受到汇率波动的影响，国际知名指数公司吸纳中国债券足以说明中国经济和中国债券市场的吸引力。

对于交易所债券市场而言，取消合格境外投资者投资额度限制也将带来更多国际投资者。自9月10日国家外汇管理局取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制以来，跨境证券投资便利化程度进一步提高，预计将带来更多境外长期资本。招商银行研究院资本市场研究所所长刘东亮分析认为，QFII和RQFII引入的资金更多投资于交易所债券市场，境内债券市场尤其是安全性高的利率债，将会继续受到外资的青睐。

（摘自新华社，有之炘，2019年10月12日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 零售行业季度研究报告

2019年上半年，我国社会消费品零售总额增速较上年同期有一定回落；CPI持续上涨，利好超市行业；减税降费政策实施、五一假期延长以及电商购物节“618”等多种因素对消费起到提振效应。

从上半年发债零售企业（22家）财务数据看，行业整体运行平稳，发债企业营业收入持续增长，龙头企业带动效应明显；发债企业盈利能力受投资收益和营业外收入影响较大，扣非后净利润总额略有增长；发债企业经营效率略有下降，其中家电连锁企业

和百货零售企业经营效率下降较为明显。2019年6月底，发债企业财务杠杆水平略有升高，但债务负担整体可控。

从发债情况上看，2019年1—6月，共有16家零售企业发行36支信用债券，发行规模合计279.70亿元，较上年同期发行规模114.60亿元大幅增长。从发行期限上看，1年以内占比58.33%、1~3年（含1年）占比11.11%、3~5年（含3年）占比25.00%，5年及以上占比5.56%。发行票面利率在3.00~7.80%之间。

2019年上半年，零售行业销售规模稳健增长，其中必选消费品受CPI增长影响增长较快，可选消费品销售增速企稳回升。五一假期延长、电商购物节以及减税降费政策的实施有助于提振居民消费。随着居民可支配收入增加、减税红利释放，零售行业外部发展环境良好，联合评级对零售行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://www.lianhecreditrating.com.cn/userfiles/2019年零售行业半年报.pdf>

（摘自联合评级官网，联合评级工商一部供稿，2019年10月10日）

[返回目录](#)

## 工程机械行业季度研究报告

2019年二季度，我国工程机械行业景气度维持在较高水平，除推土机外，各产品销量同比增长，尤其是挖掘机销量创同期历史新高；下游房地产和基础设施投资保持正增长，但增速有所回落；环保政策趋严加速旧机淘汰换新，行业内企业更加注重经营质量，销售政策稳健，工程机械行业周期性趋于弱化。

截至2019年6月底，行业资金回流速度进一步加快，现金类资产占比较上年同期均有不同程度的提升，但行业内应收账款和存货对运营资金的占用仍较为明显；除厦门厦工机械股份有限公司外，样本企业资产负债率处于正常水平。2019年1—6月，龙头企业营收和净利润继续保持高增长的态势，期间费用率控制良好，并且盈利水平持续超预期；经营活动现金流状况出现分化，龙头企业经营活动现金流状况良好，中小型企业经营活动现金流状况一般。

2019年二季度，从发债情况上看，共有3家工程机械企业发行3支信用债券，发行规模合计37.00亿元，较一季度发行规模略有上升，分别为徐工集团、三一集团有限公司和中联重科股份有限公司所发行的债券。从发行期限上看，上述3支信用债券均为超短期融资券，发行票面利率在3.2%~3.3%之间。从到期情况上看，2019年二季度，工程

机械行业共 2 支债券摘牌兑付，兑付规模 37.00 亿元。2019 年二季度，工程机械企业运行情况良好，未发生违约、行业内企业级别下调等情况；2019 年三季度行业即将到期债券规模较二季度规模大幅下降。

2019 年二季度，工程机械行业景气度仍维持在较高水平，行业内龙头企业表现良好。工程机械行业市场份额可能进一步向优势企业集中，预计 2019 年三季度，基建投资有望成为经济增长的重要贡献项，随着政策端不断的倾斜，投资增速有望回升，带动工程机械整体需求。我国工程机械行业整体有望维持稳定发展态势，联合评级对工程机械行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://www.lianhecreditrating.com.cn/userfiles/工程机械行业 2019 年半年报.pdf>

（摘自联合评级官网，联合评级工商一部供稿，2019 年 10 月 10 日）

[返回目录](#)

## 动力电池行业季度研究报告

2019 年上半年，动力电池行业延续了 2018 以来的快速发展趋势，电池装机量同比继续大幅增长，其中新能源乘用车装机量同比增长 150%；从技术路线看，上半年三元电池装机量占比达到 67.37%，较上年同期提高 4.36 个百分点；从行业集中度看，前十名企业装机电量合计约占总装机电量的 88%，较上年同期提高约 1 个百分点，其中宁德时代和比亚迪合计占比约 70%，行业龙头地位稳固。动力电池主要原材料价格多数呈下降趋势，对电池制造类企业业绩增长形成了助推，但给上游资源类企业带来了较大的业绩压力。

2019 年上半年，受产品价格下降和产销量变化等因素的影响，动力电池资源类上市公司、材料类上市公司营业收入较上年同期整体变化不大，但利润明显下滑，其中资源类企业利润下降严重；动力电池制造类上市公司的收入、净利润整体继续保持快速增长，但两级分化现象有所加剧。在收入规模大幅增长的情况下，动力电池制造类上市公司应收账款规模变化很小、周转效率明显提高，受下游车企挤压的情况有所缓解。从负债情况看，截至 2019 年 6 月底，部分资源类上市公司、电池制造类上市公司资产负债率居高不下，对于财务杠杆高而业绩下滑的企业需予以关注。

2019 年第二季度，动力电池企业未发行债券，未发生违约和信用等级被下调的情况；2019 年第三季度行业即将到期债券规模不大。

展望 2019 年下半年，在补贴退坡、双积分政策调整尚未到位的形势下，预计新能源汽车产销增速将有所放缓，但增量仍将保持在较高水平，其需求对动力电池企业（特别是龙头企业）的增长仍将继续带来一定拉动。随着电动汽车市场增速的下降、双积分政策的持续实施和不断优化，动力电池行业围绕产品价格、性能、交货能力等方面的竞争将进一步加剧，“强者更强，弱者更弱”的两极分化现象可能出现，头部企业凭借其在技术、规模和成本控制等方面的优势，有望在竞争中占据主导地位；而部分规模小、研发能力不足、资金实力弱的企业将面临更加恶劣的生存环境，需密切关注其信用风险。联合评级对 2019 年第三季度动力电池行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://www.lianhecreditrating.com.cn/userfiles/动力电池行业 2019 年 2 季报.pdf>

（摘自联合评级官网，联合评级工商一部供稿，2019 年 10 月 10 日）

[返回目录](#)

## 2019 年上半年有色金属行业信用风险总结与展望

2019 年上半年，有色金属行业共发行 71 只债券，发债总额 853.29 亿元，较去年同期增长 1.06%，变化不大。从发债主体级别情况来看，2019 年上半年发债主体共 22 家，其中以 AAA 企业为主。下半年有色金属行业到期债券数量 86 只，到期债券总额 979.98 亿元，涉及到期债券主体 33 个，部分企业下半年的债券到期金额与上半年成功发行金额相差较大，或存在一定的资金压力。

级别调整方面，随着上半年跟踪评级的完成，有色金属行业级别调整情况相对较多，其中，主体级别上调的企业共 2 家、主体级别下调的企业 2 家。

2019 年上半年，中美经贸摩擦反复拉锯，短期内达成协议的可能性依然很低，目前仍处于不确定性较大的窗口调整期。同时以美联储为首的央行，普遍表达出对于下半年降息的支持态度，个别央行已经宣布降息，全球降息潮在下半年可能会加剧。国内方面，货币市场宽松局面继续保持，PMI 数据继续走弱，社融增速持续回升，GDP 同比回落，绝对水平创新低，中国经济仍面临下行压力；但随着减税、降费、降成本等政策红利逐步落地，下半年制造业有望得到改善。整体来看，一季度有色金属价格整体呈现先扬后抑的走势，反弹显示的是宏观层面对去年极度悲观预期的修正，随后进入震荡调整格局。二季度除铝价国内外走势分化，其他基本金属均受宏观影响、出现不同程度的下跌。

电解铝方面，2019年上半年，国内电解铝产量持续小幅增长，国内库存大幅去化，三季度重回垒库周期的概率正在不断增大。需求方面，铝材出口量持续增长，房地产市场回归理性后的平稳状态将是大概率事件，对铝材需求的拉动也将趋于稳定；国内汽车市场的低迷态势仍在持续，短期内对相关铝材的消费提振作用相对有限。

精炼铜方面，随着下半年国内主要铜供应商新增冶炼产能供给端产量提升明显，供应端整体较为宽松，铜市大概率会重新进入垒库存的状态。需求端较去年同期有所下降，电网基本建设投资完成额较去年同期下降明显，但基建持续发力会对铜产品的需求量形成有效的托底。

从上半年财务表现看，有色金属行业内企业整体盈利水平较为一般，企业面临主动和被动去杠杆，杠杆较高或债务集中到期的企业面临较高的流动性风险。

2019年下半年，随着国家宏观调控的进一步托底和更大规模减税降费政策的陆续实施，下半年经济下行压力或将有所缓释，但不同金属的基本面情况有所分化，需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。受融资环境整体紧张影响，投资规模和资金需求规模大的企业信用风险较高。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1736447.html>

（摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019年10月11日）

[返回目录](#)

## 财险公司经营分化情况及信用风险关注要点

目前，我国财险行业整体发展形势较为严峻，一方面车险业务承保利润下降、市场竞争激烈，非车险业务盈利难、利润薄，另一方面投资端面临权益市场行情波动大、利率整体下行、外部信用风险加大的市场环境，财险公司经营业绩双重承压。由于龙头企业具备较强的规模优势、客户积淀、品牌效应以及丰富运营经验，整体竞争力强，我国财险行业内马太效应凸显。从资本实力、业务规模、市场份额、盈利能力等方面来看，龙头企业均与中小财险公司拉开较大差距，财险公司经营分化情况较为明显。具体来看，在承保端，龙头企业目前已占据行业内超六成市场份额，且占比不断提升，承保业务种类丰富，而目前绝大多数中小财险公司仍难逃承保亏损困境，业务端多也依赖车险，在保险产品同质化严重情况下，中小财险公司业务转型迫在眉睫；在投资端，龙头企业投资规模较大，并具备丰富投资渠道和投资经验，系统性风险抵抗能力较强，投资收益相

对稳定，而中小财险公司中还存在投资资格受限等情况，投资能力仍有待提升，在目前市场环境低迷的情况下，中小财险公司投资业务难以对公司利润起到较好支撑作用。

强监管环境下，我国财险公司偿付能力整体处于较好水平，行业整体信用风险较低，在当前财险公司经营分化明显情况下，对于中小型财险公司信用风险评估，我们首先需要关注其发展战略是否符合其自身特点，判断是否存在重效益轻质量的短期行为，同时判断其业务未来发展潜力，在非车险业务转型大势下，需要关注中小财险公司是否具备足够的专业水平。同时，由于中小财险公司资本实力普遍较弱，风险承受能力不强，需要关注其高风险业务发展，判断其是否有相应的承保能力和风控水平，并注重资产端流动性分析。另外，股东支持往往在中小财险公司发展过程中起到重要作用，还需要判断股东实力、股东能够给予的资源以及股东的支持力度。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1736429.html>

（摘自资治网，联合评级金融部供稿，2019年10月11日）

[返回目录](#)

## 化学制药行业季度报告

截至2019年6月底，55家化学制剂样本企业资产规模有所增长，资产负债率较为稳定，短期偿债能力变化不大。随着集中采购政策的推进，2019年上半年，样本企业收入、净利润及经营活动现金流均有所增长，毛利率整体有所提升。

截至2019年6月底，29家化学原料药样本企业资产规模有所增长，资产负债率较为稳定，短期偿债能力有所下降。2019年上半年，随着原料药景气度下行，样本企业净利润有所下降，盈利能力出现分化趋势；在上游原材料价格上涨和下游销售去化压力下，样本企业现金流状况和收入实现质量均有所下降。

2019年二季度，化药制剂行业整体经营稳定；受上游原材料价格上涨和下游销售去化压力的影响，化学原料药行业现金流状况和收入实现质量有所下降，短期偿债能力有一定下降。展望2019年三季度，如无重大政策调整及意外事件冲击，预计化学制药行业将继续保持稳定增长态势，行业展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://www.lianhecreditrating.com.cn/userfiles/2019年化药行业半年报.pdf>

（摘自联合评级官网，联合评级工商一部供稿，2019年10月12日）

[返回目录](#)

## 2019 年上半年电力行业信用风险总结与展望

2019 年上半年，电力行业共发行 220 只债券，发债总额 3583.40 亿元，发债数量及发债总额分别较上年同期增长 181.01% 和 267.11%。从发债主体级别情况来看，2019 年上半年发债主体共 60 家，其中以 AAA 企业为主。2019 年下半年电力行业到期债券数量 135 个，到期债券总额 2336.72 亿元，涉及主体 57 家。级别调整方面，2019 年上半年，电力行业涉及一家级别下调，无级别上调情况。

2019 年上半年，我国电力总装机容量继续增长，增速基本保持稳定。电源结构仍以火力发电为主，但其占比小幅下降，非化石能源装机占比持续上升。电源工程投资继续稳定增长，但火电投资同比大幅下降，且清洁能源投资的力度进一步加大，占比较上年底显著上升。全社会用电量继续稳健增长，但增速有所回落。电力消费结构方面，第二产业仍为电力的主要消纳方。此外，随着电网行业升级改造的基本完成，我国电网基本建设投资放缓。

从上半年财务表现看，具有规模优势的火电企业不管是在盈利水平、设备机组的更新、技术开发等方面都更具有优势，抗风险能力也更强。

2019 年下半年，我国电力总装机容量将继续保持稳定增长，且增长的带动因素将主要来自于非化石能源装机容量的增长。受环保政策要求趋严因素影响，技术落后、装机规模小的电站仍面临关停压力，相关企业经营业绩或将持续下滑；同时，高煤价低电价对火电企业的“两头挤压”将进一步压缩企业的利润空间，进而影响相关企业的信用水平。用电侧方面，鉴于电力需求与经济发展息息相关，预计未来在经济形势基本保持稳定的情况下，全社会用电量增速有限。不断放缓的全社会用电需求导致火电产能过剩压力长期存在。此外，近年来新能源发电成本快速下降，市场竞争力显著增强，挤压了煤电企业的生存空间。但由于电力在经济发展中的重要地位，以及我国电源结构状况和电价调整对下游行业生产成本的影响等因素，我国政府在火电改革措施方面持极慎重态度，未来火电产能过剩局面的改善尚需一定时间，国内电源结构仍将以火电为主。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1740551.html>

（摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019 年 10 月 12 日）

[返回目录](#)

## 2019 年上半年煤炭行业信用风险总结与展望

2019 年上半年，国内宏观经济运行整体平稳，火电、水泥、房地产和基建等行业运行整体较为平稳，对煤炭下游需求形成支持。上半年，煤炭价格走势较为平稳，整体价格略高于上年同期水平，产量同比增速有所加快；进出口方面，煤炭仍呈净进口状态，且进口量同比有所增长。政策方面，上半年，煤炭行业政策的主要方向为巩固去产能成果、促进煤炭产业结构优化和转型升级、深入推进煤电联营等问题。

2019 年上半年，煤炭行业发行债券的主体共 26 家，共发行 133 只债券，发债总额 1788.20 亿元，其中银行间超短融债券规模最大；除永泰能源合计发生 6 笔债券违约外，其他煤炭企业运行较为平稳。下半年煤炭行业到期债券总额 1482.07 亿元，到期债券涉及发债主体 32 个，部分企业下半年的债券到期金额与上半年成功发行金额相差较大，考虑到发行主体主要为大型国企，级别以 AAA 为主，整体偿债压力可控。

级别调整方面，2019 年上半年，受供给侧改革、煤炭价格维持高位影响，煤炭企业整体盈利能力有所提升，业内有 1 家发行主体级别下调，另有 1 家发行主体评级展望发生调整。行业内企业无级别或展望上调情况。

2019 年以来，煤炭行业基本延续了 2018 年的平稳态势，煤炭价格整体较为平稳，随着“回头看”等政策的实施，下半年煤炭价格整体有望继续保持稳定。此外，融资环境整体仍紧张，投资规模和资金需求规模大的煤炭企业信用风险较高。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1740560.html>

（摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019 年 10 月 12 日）

[返回目录](#)

## 联合资信助力温州银行首单微小贷款资产证券化产品成功发行

2019 年 9 月 24 日，由温州银行股份有限公司（以下简称“温州银行”）发起的“温州 2019 年第一期微小企业贷款资产支持证券”（以下简称“温州 2019-1”）成功发行，发行总额为 23.16 亿元，是温州银行为小微企业打通直接融资渠道发行的首单微小贷款资产证券化产品。

“温州 2019-1”共分三档：优先 A 级证券规模为 16.40 亿元，占 70.81%，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）给予 AAAsf 级信用等级；优先 B 级证券规模

为 2.00 亿元，占 8.64%，联合资信给予 AA+sf 级信用等级；次级证券规模为 4.76 亿元，占 20.55%。优先 A 级、优先 B 级和次级证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。从发行结果上看，优先 A 级证券获得 2.52 倍的超额认购，发行利率为 3.60%，优先 B 级证券获得 5.37 倍的超额认购，发行利率为 3.80%，高倍数的认购和较低的发行成本充分显示出市场同业机构对温州银行的认可和信心。

本项目以温州银行向 1460 户借款人发放的 1536 笔个人经营贷款作为基础资产，总计 23.16 亿元。本项目入池资产 100% 有抵押担保，其中 27.61% 的资产追加了保证担保，抵押物初始评估价值为 43.63 亿元，资产池加权平均初始抵押率为 59.18%，其中 98.44% 的资产的抵押率在 80% 以下，抵押足值，偿债来源稳定。入池资产的集中风险很低，从贷款人来看，单户占比不超过 0.22%；从地域分布上看，贷款分布在 10 个城市，其中未偿本金余额占比超过 5% 的城市为温州、杭州、宁波、上海和台州；从贷款人行业分布上看，贷款人分布在 61 个不同的行业，主要分布在批发业和零售业。除此之外，本交易入池资产的加权平均剩余期限仅为 0.67 年，剩余期限在 1 年以内（含）的贷款占比 94.88%，入池资产的风险暴露期较短。

此次微小贷款资产证券化产品的成功发行，是温州银行创新小微金融服务模式的探索实践，也是把微小企业贷款资产推向直融市场的一次有益尝试。本期产品所募集的资金，将继续投向支持小微企业融资等普惠金融领域。

（摘自联合资信微信公众号，2019 年 10 月 12 日）

[返回目录](#)

## 《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》的简评

2019 年 10 月 12 日，人民银行发布了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》（以下简称“认定规则”）。《认定规则》明确了标准化债权类资产的范围以及应符合的条件，诸如标准化债权类资产包括依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及固定收益类公开募集证券投资基金等。其他债权类资产若要认定为标准化债权资产需要同时满足：①等分化、可交易；②信息披露充分；③集中登记、独立托管；④公允定价、流动性机制完善；⑤

在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易等五项条件，并向人民银行提出标准化债权类资产认定申请。但《认定规则》最受关注的，无疑是将市场上之前认定较为模糊的、被视作“非非标”的债权资产，如理财直接融资工具、北金所的债权融资计划等，明确划入非标准化债权类资产之列。

《认定规则》的出台旨在规范金融机构资产管理产品投资，促进直接融资市场的健康发展，防控金融风险。《认定规则》可以视作“资管新规”的配套规定，被明确认定为“非标”的债权资产意味着将受到“资管新规”对于非标债权资产的期限匹配、限额管理、集中度管理、信息披露等诸多监管要求，“首当其冲”的就是理财直接融资工具、债权融资计划等“非非标”资产，对于未来银行理财、信托等行业都将造成一定的影响。以银行理财产品为例，“非非标”债权资产收益率高且认定为标准化产品后可以不受非标的监管限制，但未来认定为非标债权资产后，银行理财产品或将减少对此类“非非标”债权资产的投资，因此投资模式和投资策略将面临一定程度的改变，理财产品的收益率预计也会进一步走低；另一方面，银行也会尝试拉长理财资金的期限以匹配非标债权资产的期限。对于信托行业来说，作为信托产品受托人，部分信托产品可通过银登中心挂牌变为“非非标”后对接银行理财资金，未来认定为非标后可能会由于期限较长而无法满足“期限匹配”的要求而导致认购意愿的下降；作为非标资产投资者，信托计划虽然久期长于理财产品，但也将面临一定的期限匹配调整压力。对于部分借助非标进行融资的企业来说，由于行业限制等因素难以获得银行信贷支持，《认定规则》的出台或将使其未来融资难度进一步增加。

整体看，《认定规则》的出台进一步加强了资管行业投向非标产品的限制，短期来说，作为资管行业的参与者，银行理财、信托、券商资管均将受到一定的影响和调整压力，同时对于过去被认为“非非标”的产品及通过此类产品进行融资的企业来说或将面临较大影响。但从长远角度来看，非标资产的透明度和流动性相对较差，严格界定债权类资产的分类有利于引导资管行业加大对债券和股票等标债资产的投资，从而促进直接融资市场的发展，将有利于我国金融市场更加规范化和透明化。

（摘自和讯网，联合资信金融部供稿，2019年10月15日）

[返回目录](#)