Lianhe Credit Research

OCTOBER

联合

信用研究

主办单位:联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司



经济逆周期调节 "三管齐下" 整体利好债券市场

2019年第二季度中国宏观经济报告

——经济运行缓中有进, 消费对经济的支撑将继续增强



联合国际荣获首届最佳中资离岸债券评级机构奖



联合评级国际有限公司荣获FinanceAsia("亚洲金融") "2019中国颁奖盛典"之首届最佳中资离岸债券评级机构奖。

今年增设的最佳中资离岸债券评级机构奖项旨在表彰最具成长性的设立于香港的中资评级机构,其为中国离岸债券的发行提供评级和研究。该奖项的评判标准包括市场份额、及时性、完整性、透明度以及评级和研究的准确性。

联合国际董事总经理兼业务拓展部主管池欣庭表示:"该奖项表明了联合国际在中资美元债市场所带来的增值得到了认可。 我们卓越的分析能力和市场推广受到了市场参与者的高度评价, 并使他们能更好地了解中国境外债券发行人的信用"。

在2019年的前八个月,联合国际对41.1亿美元的美元债券进行了评级,使得联合国际成为最大的中资离岸信用评级机构。同时,联合国际已为10家发行人授予并发布了国际发行人信用评级(全为委托评级)。

作为一家本土的国际评级机构,联合国际对中国政府的体系和中国发行人所处的运营环境有着独特的本土见地和理解,这使得我们能够为投资者提供不同于美国三大评级机构的视角。我们的国际专业知识和专业精神与三大国际评级机构相当,目前约75%的员工拥有长期在国际评级机构工作的经验。

联合国际是联合信用管理有限公司的全资子公司。联合信用还控股联合资信评估有限公司。联合资信具备银行间债券市场信用评级资格,在国内债券市场评级业务中处于领先地位,依靠专业、尽责得到投资者的信赖,依赖真诚的服务获得了委托人和发行人的认可。联合资信在资本市场上服务了2000多家国内大型央企、地方龙头企业、上市公司、非上市公司等发行人,涉及几乎所有国民经济重要行业,服务对象遍布全国,服务的海外发行人范围正逐步扩大。联合资信下属子公司联合信用评级有限公司具备交易所债券市场信用评级资格。联合国际与联合资信在业务上互相补充。

创办于1996年的《亚洲金融》是一本面向机构投资人、分析师及基金经理的国际权威英文金融杂志,受到亚太地区以及全球最具影响力的企业和投资者的广泛关注。《亚洲金融》联袂其姊妹杂志《企业财资人》主办的"中国颁奖盛典"(FinanceAsia China Awards)是亚太区最具影响力和公信力的国别金融行业奖项评选之一。该奖项颁发的对象是中国过去一年在金融、投资和服务方面有出色表现及在该地区完成重要交易的金融机构、银行、投资银行以及非银行机构,旨在表彰获奖机构过去一年在投资市场的卓越成就和创新工作。



主办单位 Sponsors /

联合信用管理有限公司 Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.

联合资信评估有限公司 China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

联合信用评级有限公司 United Credit Ratings Co.,Ltd.

编委会

Editorial Committee /

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 万华伟 马文洛 马新疆 王大新 王少波 王安娜 王丽娟 王明富 王 治 王宝卉 王 越 王蛟龙 王进取 王金磊 孔令彦 艾仁智 卢司南 叶维武 田小卫 冯 锐 冯 磊 成 斐 朱海峰 何昊洛 迟欣庭 任 红 任 慧 任贵永 庄 园 刘文良 刘克东 刘 秀 刘洪涛 刘 艳 刘莉婕 刘晓佳 刘晓堂 刘思轩 刘 强 刘 登 刘 颖 刘 睿 刘 洋 齐 东 闫昱州 杜 洲 李小建 李少龙 李为峰 李 杰 李国华 李泽堃 李 珍 李 云 李信宏 李振宇 李 琳 李 晶 杨世龙 时 南 吴金善 吴 泠 张 丰 张文选 张 丽 张连娜 张君瑶 张学群 张 祎 张 莉 张 雪 张 博 张兆新 陈玉川 陈 波 陈诣辉 陈家林 陈雅丽 邵 天 邵立强 林光美 林 青 罗伟成 罗 娟 金 磊 周晓辉 周 馗 周婷 周 捷 官 雪 郑 洁 赵东方 赵传第 贺苏凝 秦永庆 聂 逆 贾二柳 顾洪良 徐琴波 高宇欣 高景楠 高 鹏 高鑫磊 郭其阳 郭 蕾 夏妍妍 袁海燕 袁 芳 唐 岩 唐玉丽 常丽娟 崔彦达 崔津珠 鹿永东 黄佳琪 蒋建国 韩 夷 景 雪 谭宝坪 翟晓靖 魏 凯 魏 音

编委会主任 Managing Director

Wang Shaobo 王少波

Editor in Chief

Li Zhenyu 李振宇

本期责任编辑 Executive Editor

刘晓光 Liu Xiaoguang

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

电话(Tel):(010)85679696 | 邮箱(Email):lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228

网址(Website):www.lhratings.com | 邮编(Postal Code):100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

工商企业信用评级 Corporate Credit Rating

北京 F海

谭宝坪 Tan Baoping

电话 (Tel):(8610) 8567 9696-8859 | 18701336349

邮箱(Email):tanbp@lhratings.com

李泽堃 Li ZeKun

电话(TEL):(8610)8517 2818 | 13911994971 邮箱(Email):lizk@unitedratings.com.cn

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Address:9/F. PICC Building, 2. Jianguomenwai Street, Beijing 100022

成斐 Cheng Fei

电话(Tel):(8621)2312 7602 | 13917320804

邮箱(Email):chengfei@lhratings.com

温泉 Wen Quan

电话(Tel):(8610)8567 9696-8358 | 18516588977

邮箱(Email):wenquan@lhratings.com

地址:上海市浦东新区陆家嘴环路479号上海中心大厦3401

Address: 3401. Shanghai Tower, 479. Lujiazujhuanlu Street, Shanghai 200120

金融机构及结构融资信用评级

Financial Institution & Structured Finance Credit Rating

秦永庆 Qin Yongqing 贾二柳 Jia Erliu

电话(Tel):(8610)8517 1271-8057 | 18610381930 邮箱(Email):qinyq@lhratings.com 邮箱(Email):giacrliu@unitedratings.com.cn

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层 Address:9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2019 OCTOBER

特别策划 Feature

- 1 2019年第二季度中国宏观经济报告——经济运行缓中有进,消费对经济的支撑将继续增强联合资信联合评级夏妍妍马顺福董欣焱
- 13 经济逆周期调节 "三管齐下",整体利好债券市场 联合资信联合评级 夏妍妍 王信鑫
- **14** 天津市及下辖区域信用分析 联合评级 张雪 张婧茜

行业研究 Industry Research

- 21 中小商业银行专题研究 我国中小商业银行基本概况及政策梳理 联合资信金融部
- 26 中小商业银行专题研究:资产端与负债端分析 联合资信金融部
- 33 严监管态势下商业银行资产负债表及信用水平的变化 联合评级 金融机构部
- 39 从《证券公司股权管理规定》 看股东对于证券公司信用水平的影响 联合评级金融机构部
- **44** 房地产行业运行半年报 ——融资环境收紧,投资维持高位,房地产企业加速去化 联合评级 工商二部
- 47 建筑施工行业观察报告——2019年上半年 联合资信公用事业一部
- **52** 2019年上半年化工行业信用分析及展望 联合评级 工商二部

债券市场 Bond Market

- 60 2019年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望 联合资信联合评级胡颖夏妍妍董欣焱
- 66 私募可转债大扩容,信用风险不容忽视 联合资信 联合评级 陈诣辉 李天娇
- 69 2019年二季度地方政府债与城投债市场分析 联合资信公用事业二部

评级表现 Credit Rating Performance

- 73 2019年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告 联合资信联合评级 王自迪邓博文
- 80 违约案例

政策资讯 Policy & Information

- 84 政策指南
- 86 市场动向

市场数据 Market Data

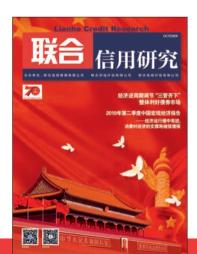
- 88 债券发行利率走势
- 90 宏观经济及债券市场数据

评级公告 Credit Rating Announcement

- 91 联合资信评估有限公司评级公告
- 96 联合信用评级有限公司评级公告

评级小贴士 Credit Rating Tips

59 关于双创专项债务融资工具的一些基本知识





联合资值



2019年第二季度中国宏观经济报告 ·经济运行缓中有进,消费对经济的支撑将继续增强

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 夏妍妍 马顺福 董欣焱

2019年二季度(以下简称"本季度"),国际贸易保护主义和 投资壁垒争端有所加剧,全球产业格局和金融稳定性受到一定 冲击,经济增长动能继续减弱。主要国家中,美国经济呈现放缓 趋势, 欧元区经济继续低迷, 日本经济温和复苏, 新兴市场国家 经济增长继续放缓。在此背景下,我国经济发展的外部环境更 趋复杂严峻, 经济稳增长和高质量发展面临不小的挑战。

本季度,我国积极的财政政策继续加力增效,财政稳增 长作用凸显。央行继续实施稳健的货币政策,综合运用多种货 币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。本季度,在外部环 境更加复杂严峻的情况下,我国经济仍展现出较强的韧性,国 内生产总值(GDP)23.8万亿元,同比实际增长6.2%,增速较上 季度及上年同期均有所回落,但仍保持在6.0%~6.5%的合理增 长区间,延续了近年来平稳增长的态势;价格水平总体稳定; PPI和PPIRM基本平稳;就业形势总体稳定。从三大产业来看, 本季度,我国三大产业继续呈现增长态势,农业生产形势稳 定: 工业生产继续放缓, 工业企业利润增速有所企稳: 服务业 增速略有放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求 来看,本季度,我国固定资产投资增速有所放缓。其中,房地产 投资增速环比回落、同比提高,基础设施建设投资持续企稳, 制造业投资增速明显放缓。居民消费和进出口增速环比均略 有回升,同比继续回落。

展望未来,全球经济下行风险渐增,中美贸易摩擦存在 不确定性,我国经济增长面临的挑战和不确定性仍然较大。下 半年我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加

大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、 稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。2019年下半年我国 经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产投资增速以及 居民消费增速或将有所放缓,下半年经济增速或略有回落,预 计全年经济增速在6.2%左右。

一、国际经济形势

2019年二季度,国际贸易保护主义和投资壁垒争端有所 加剧,全球产业格局和金融稳定性受到一定冲击,经济增长动 能继续减弱。主要国家中,美国经济呈现放缓趋势,欧元区经 济继续低迷,日本经济温和复苏,新兴市场国家经济增长继续 放缓。

美国经济呈现放缓趋势。本季度,美国GDP实际增速为 2.1%, 较上季度(3.1%)和上年同期(3.5%)均有所放缓。本季 度,美国ISM制造业采购经理人指数(PMI)和非制造业PMI分 别为52.2和55.82, 较上季度和上年同期均明显下降, 制造业和 非制造业扩张有所放缓: CPI同比增长1.8%, 较上季度(1.7%) 有所回升, 较上年同期(2.7%)有所回落: 失业率(3.7%)较上季 度(3.9%)有所下降,与上年同期持平,就业情况基本稳定。财 政刺激措施的提振效果自去年下半年以来不断减弱、美国政 府发动的贸易战伤及本国企业是美国经济增速放缓的重要原 因。在此背景下,美联储今年以来暂停了自2015年12月以来的 持续加息,将联邦基金目标利率维持在2.25%~2.50%区间。

¹此 GDP 实际增速为以不变价计算的环比折年率。本文不加特殊说明均为名义增长。

²季度 PMI 根据各月算术平均求得,以下同。

欧元区经济继续低迷。本季度,欧元区GDP实际增速为1.1%,较上季度(1.2%)和上年同期(2.2%)均继续下降。本季度,欧元区制造业PMI为47.7,较上季度和上年同期均明显回落;CPI同比增长1.4%,增幅与上季度基本持平,较上年同期有所回落。在经济持续低迷的背景下,本季度欧洲央行货币政策维持不变³。主要国家中,受外需放缓导致汽车行业疲软等因素影响,德国GDP实际增速(0.41%)较上季度和上年同期均继续放缓;面对脱欧前景不确定对产业和金融的多重抑制,英国本季度消费和投资低迷,制造业和建筑业均出现萎缩,本季度英国GDP实际增速(1.22%)较上季度和上年同期均继续放缓。

日本经济温和复苏。本季度,日本GDP实际增速为1.2%,较上季度(1.0%)有所回升,较上年同期(1.5%)有所回落,维持温和复苏趋势。本季度日本PMI为49.8,仍处于荣枯线之下,但较上季度略有回升,显示日本制造业收缩态势趋缓;CPI同比增速(0.8%)较上季度和上年同期均有所回升,内需有所提振,但仍处于低通胀水平;受全球经济增长放缓的影响,本季度日本商品和服务出口额同比下降2.9%,为拖累经济增长的主要因素。本季度,日本央行继续实施超宽松货币政策,维持基准利率⁴-0.1%不变,并将10年期国债收益率维持在零左右。

新兴市场国家经济增长继续放缓。本季度,新兴市场国家经济增长整体继续呈现放缓趋势。印度经济继续回落。上季度印度GDP实际增速(5.8%)录得近5年来最低水平,本季度制造业和服务业PMI同步下行,6月服务业PMI降至49.6,为近一年来首次降至荣枯线下方。为遏制经济下滑,今年以来印度央行于2月、4月、6月分别降息25个基点,将基准利率从6.50%降至5.75%,为近9年来的最低利率水平。巴西经济下行风险增大。受矿业发展受挫、农牧业不景气、国内消费及投资低迷等因素所累,本季度巴西经济下行压力更加明显,巴西经济部7月将巴西今年经济增长预期由此前的1.6%下调至0.81%,这也是巴西经济部今年以来第三次下调该国经济增长预期。本季度巴西央行维持基准利率6.5%不变,但未来降息预期较强。俄罗斯经济增长压力有所增大。本季度,俄罗斯制造业PMI继续回落并

于6月进入收缩区间,服务业PMI继续回落且已连续两个月低于荣枯线; CPI同比涨幅(5.0%)较上季度有所回落,较上年同期大幅回升,仍处于较高通胀区间。国际能源价格下跌及本国增值税税率提高对俄罗斯经济增长产生严重负面影响。在此背景下,俄罗斯央行于6月将基准利率从7.75%下调至7.50%,为2018年3月以来的首次降息。

总体来看,本季度,全球贸易持续疲软、制造业增长萎缩,各主要国家经济增长动力继续减弱,下行压力加大,我国经济发展的外部环境更趋复杂严峻。在面临深入推进供给侧结构性改革、继续打好三大攻坚战的重大任务背景下,今年我国经济稳增长和高质量发展面临不小的挑战。

二、我国宏观经济运行状况

宏观政策环境

1. 通过减税降费和发行地方政府债等手段发挥财政政策稳增长作用

本季度,我国积极的财政政策继续加力增效,通过扩大 财政支出加强基建补短板投资,同时大规模的减税降费政策 落地实施,企业负担进一步减轻,财政稳增长作用凸显。

(1) 财政赤字继续扩大,支出重点是保障民生和稳投资

2019年1—6月,我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元,收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%),财政赤字(1.6万亿元)较上年同期(7261亿元)大幅增加。收入方面,税收收入(9.2万亿元)占全国一般公共预算收入的85.7%,占比较上年同期略有下降;同比增幅(0.9%)较上年同期(14.4%)大幅回落,主要由于在深化增值税改革、经济增速放缓、实施个人所得税改革背景下增值税、企业所得税、个人所得税增速同比分别回落10.7、7.5和50.9个百分点。支出方面,1—6月,教育支出(18117亿元,增长10.5%)、社会保障和就业支出(17645亿元,增长6.7%)、城乡社区支出(14232亿元,增长13.5%)总额位列前三,与民生相关的项目仍是财政重

³ 主要再融资利率(商业银行向中央银行融资的利率)、存款利率、边际借贷利率分别维持在 0.00%、-0.4%、0.25%。

⁴ 商业银行在央行的超额准备金率。

点支出领域;交通运输支出(增长22.3%)、节能环保支出(增 长19.7%)、科学技术支出(增长17.3%)增速位列前三,表明在 经济稳增长背景下财政支持交通运输基础设施建设的力度较 大,同时持续加大对节能环保和落实创新驱动发展的投入。总 体来看, 财政支出在重点惠民生的同时, 在稳投资、稳增长和 推动经济高质量发展方面发挥更加积极的作用。

(2)进一步加大减税降费力度,减轻企业负担

本季度,一系列减税降费措施落地实施。一是下调增值税 税率。4月1日起增值税一般纳税人原适用16%税率的应税销售 行为或者进口货物税率调整为13%、原适用10%税率的调整为 9%。二是降低社会保险费率。5月1日起,城镇职工基本养老保 险单位缴费比例高于16%的省份可降至16%,同时继续阶段性 降低失业保险和工伤保险费率5。三是支持制造业企业以及软 件产业企业等创新发展。为支持制造业企业加快技术改造和 设备更新,财政部和国家税务总局决定自2019年1月1日起,将固 定资产加速折旧优惠的行业范围,扩大至全部制造业领域:为 支持集成电路设计和软件产业发展,财政部和国家税务总局 对依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业实施 所得税减免优惠政策6,在2018年12月31日前自获利年度起计算 优惠期,第一年至第二年免征企业所得税,第三年至第五年按 照25%的法定税率减半征收企业所得税,并享受至期满为止。 上述措施将进一步降低我国实体企业负担,激发市场主体活 力,有利干经济稳增长和高质量发展。此外,本季度还出台了 关于扶贫捐赠、污染防治、新能源公交车推广等方面的税收优 惠政策7,助力精准脱贫和污染防治攻坚战的顺利实施。2019 年1-6月,全国累计新增减税降费1.2万亿元,其中新增减税1.0 万亿元,新增社保费降费1322亿元。

(3)加快地方政府债券发行讲度,持续加强地方政府债 券风险管控

一方面, 加快地方政府债券发行进度。4月30日, 财政部

发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》,要求合理把 握地方政府债券发行节奏,切实加快发行进度,2019年6月底 前完成提前下达新增债券额度的发行,争取在9月底前完成全 年新增债券发行。6月10日,中共中央办公厅、国务院办公厅印 发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通 知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,鼓励 和引导银行、保险机构为专项债券项目提供融资支持,并明确 提出专项债资金重点支持京津冀协同发展、"一带一路"建设 等重大战略以及推进棚户区改造、铁路、收费公路、机场、水 利工程、生态环保等重大项目建设。上述举措有利于推动地方 政府债券发行,积极发挥地方债稳投资、稳增长的作用。

另一方面,持续加强地方债务风险管控。本季度,相关部 门先后发布《关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的 通知》《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求 的通知》以及《土地储备项目预算管理办法(试行)》,从梳理 核实入库PPP项目纳入政府性债务监测平台情况、禁止地方政 府及其部门直接或承诺以财政资金偿还地方国有企业外债或 为地方国有企业发行外债提供担保、健全土地储备专项债券 项目控制机制等方面进一步加强地方债务风险管控。6月10日 发布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作 的通知》在允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金的 同时对重大项目的范围进行了划定,同时明确要求确保落实到 期债务偿还责任、严禁项目单位以任何方式新增隐性债务以 及强调信息公开等,表明严控地方政府隐性债务、防控风险要 求未放松。

2019年1-6月,全国发行地方政府债券651只,共计2.8万 亿元,发行规模同比增加了约一倍。其中一般债券1.3万亿元, 专项债券1.6万亿元: 按债券性质划分, 发行新增债券2.2万亿 元、再融资债券6492.8亿元、置换债券114.7亿元。从资金支持 领域来看,新增债券资金用于棚改等保障性住房建设,铁路、

⁵ 自 2019 年 5 月 1 日起,实施失业保险总费率 1% 的省,延长阶段性降低失业保险费率的期限至 2020 年 4 月 30 日。自 2019 年 5 月 1 日起,延长阶段性降低 工伤保险费率的期限至2020年4月30日。

⁶ 符合条件,是指符合《财政部 国家税务总局关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》(财税〔2012〕27 号)和《财政部 国家税 务总局 发展改革委 工业和信息化部关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》(财税[2016]49号)规定的条件。

⁷ 具体参见 2019 年 4 月发布的《关于扶贫货物捐赠免征增值税政策的公告》和《关于企业扶贫捐赠所得税税前扣除政策的公告》,4 月 13 日印发的《关于从事 污染防治的第三方企业所得税政策问题的公告》,《关于支持新能源公交车推广应用的通知》。

公路等交通基础设施建设,城镇基础设施建设,乡村振兴等农业农村建设,教科文卫等社会民生领域,重大水利设施建设等六大领域资金投入占比64.8%,地方债大力支持基础设施投资,并发挥对民间投资的撬动作用,有利于稳投资、稳增长。

(4) 相关法规出台, 进一步规范PPP模式发展

本季度,《政府投资条例》(以下简称《条例》)《关于依法依规加强PPP项目投资和建设管理的通知》(以下简称《通知》)先后发布,进一步规范PPP模式发展,防范化解地方政府隐性债务风险。《条例》突出了对政府投资项目的审批,加大了概算约束的力度,强调了事中事后的监督检查,对规范政府投资行为、提高政府投资效率、激发社会投资活力具有重要意义。《通知》明确PPP项目要严格执行《条例》,从开展PPP项目可行性论证和审查、严格依法依规履行项目决策程序、严格执行国务院关于固定资产投资项目资本金制度、加强PPP项目监管等方面加强PPP项目投资和建设管理,这有助于进一步提高PPP项目投资决策科学性,更好发挥PPP项目对基础设施补短板的积极作用。

2019年1—6月,全国PPP综合信息平台新增管理库项目382个、投资额4714.0亿元,同比均减少了50%左右;净增落地项目1120个、投资额1.6万亿元,同比均增加了18%左右。截至6月末,累计项目数9036个、投资额13.6万亿元,累计落地率为64.3%,较3月末继续增加。PPP模式的进一步规范化和深入推进有利于更好发挥PPP模式积极作用,以政府投资带动社会投资,补齐基础设施短板,推动经济高质量发展。

2. 稳健的货币政策着力稳增长,金融服务实体经济的质量 和效率不断提升

本季度,央行继续实施稳健的货币政策,综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕,市场利率水平相对稳定,MI增速低位回升、M2增速维持稳定,社会融资规模保持较快增长,人民币汇率有所回落。本季度,相关部门还出台了一系列支持服务县域中小银行、支持中小企业融资、缓解非银行金融机构流动性困难的政策措施,有利于进一步畅通

货币政策传导机制,更好支持实体经济发展。

(1)市场流动性保持合理充裕

在国际经济金融形势错综复杂、外部不确定不稳定因素增多以及我国经济下行压力增大的背景下,央行综合运用逆回购、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)以及国库定存、央行票据等合理安排工具搭配和操作节奏,维持了资金面的松紧适度。5月15日,央行开始对聚焦当地、服务县域的中小银行实施较低的存款准备金率⁸,对仅在本县级行政区域内经营,或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行与农村信用社相同的存款准备金率,该档次目前为8%,约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策,释放长期资金约2800亿元,全部用于发放民营和小微企业贷款。6月14日,央行增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利(SLF)额度1000亿元,加强对中小银行流动性支持⁹,保持中小银行流动性充足。在继续实施稳健货币政策、支持民营和小微企业融资等背景下,本季度市场流动性保持合理充裕。

(2)市场利率水平相对稳定

本季度,1年期、3年期、5年期(含)以上贷款基准利率继续维持在2015年四季度以来的4.35%、4.75%和4.90%的水平。银行间7天质押式回购加权平均利率以及银行间1年期、5年期、10年期、30年期固定利率国债平均到期收益率分别为2.64%、2.65%、3.13%、3.30%和3.90%,与上季度相比,除银行间7天质押式回购加权平均利率略有回落以外,其余均小幅上升;与上年同期相比均有所回落。

(3) M1增速低位回升, M2增速保持相对稳定

截至2019年6月末,我国狭义货币(M1)和广义货币(M2) 余额分别为56.8万亿元和192.1万亿元;6月M1同比增长4.4%, 连续两个月回升,较3月末和上年同期分别回落0.2和2.2个百分点;M2同比增长8.5%,较3月末回落0.1个百分点,较上年同期 回升0.5个百分点。总体来看,M1增速于今年1月降至近10年最 低值0.4%,随后呈波动上升趋势,主要与企业经营和现金流状 况有所好转、企业活期存款增加有关;M2增速较为稳定主要

⁸此次存款准备金率调整于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位。

⁹中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品,向人民银行申请流动性支持。

是由于稳健货币政策背景下流动性保持合理充裕,银行派生 货币的能力较强10。

(4)社会融资规模保持较快增速

截至2019年6月末,我国社会融资规模存量213.3万亿元11, 同比增长10.9%,增速较上季度末回升0.2个百分点,较上年同 期回落0.2个百分点,为2018年7月以来的最高增速,金融对实体 经济的支持力度继续加大。本季度,社会融资规模增量5.1万 亿元,较上季度少增3.1万亿元,较上年同期多增8406亿元。具 体来看,人民币贷款仍为主要融资方式,本季度新增人民币贷 款3.7万亿元,较上季度和上年同期分别少增2.6万亿元和1846 亿元,占社会融资规模增量的比重(73.8%)较上季度和上年同 期均有所下降: 受2019年国务院提前下达部分地方政府新增债 务限额并要求加快地方债发行进度影响,本季度新增地方政 府专项债(6474.7亿元)较上季度和上年同期均明显增加,占社 会融资规模增量的比重(12.8%)也较上季度及上年同期均大 幅提升: 本季度企业债券融资5618.1亿元, 较上季度少增3349.3 亿元,较上年同期多增603.5亿元,占社会融资规模增量的比重 (11.1%)与上季度持平,较上年同期略有下降。表外业务中,本 季度新增委托贷款、新增信托贷款以及新增未贴现银行承兑



汇票分别为-2654.7亿元、91.9亿元以及-2437.4亿元, 较上季度 有所减少,但较上年同期均有明显少减或转负为正,主要是监 管边际放松、融资渠道有所恢复所致(详见图1)。

(5)人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅增加

本季度,人民币对美元有所贬值。6月末,美元兑人民币中 间价6.8747元,较上季度末回升约2.1%。从一篮子货币来看,6 月末CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子和SDR货币篮 子的人民币汇率指数分别为92.66、96.09、92.89、较上季度末分 别下降2.5%、2.7%和2.5%,人民币对一篮子货币均呈现小幅贬 值态势。本季度中美贸易摩擦形势更加复杂多变、我国经济下 行压力有所加大是人民币汇率有所回落的主要原因。

截至6月末,我国官方外汇储备3.1万亿美元,较上季度末 增加约204.7亿美元,今年上半年共增加约465亿元,上升趋势 较为明显。外储规模上升主要与汇率折算和资产价格变化等 因素有关。

3. 支持中小企业发展, 讲一步推讲国企改革和新型城镇化

本季度,监管层出台多项政策措施支持中小企业健康发 展,通过加大授权放权力度进一步推进国企改革,同时促进新 型城镇化、乡村振兴及城乡融合发展,助力经济高质量发展。

鼓励支持中小企业健康发展。4月7日,中共中央办公厅、 国务院办公厅对外发布《关于促进中小企业健康发展的指导 意见》,针对当前中小企业存在的生产成本上升、融资难融资 贵、创新发展能力不足等问题提出了一系列举措, 主要内容包 括通过进一步放宽市场准入、实行公平统一的市场监管制度 等营造良好发展环境,采取完善中小企业融资政策12、积极拓 宽融资渠道13、支持利用资本市场直接融资以及减轻企业融资 负担等措施破解融资难融资贵问题,同时从完善创新创业环 境、切实保护知识产权、支持推动中小企业转型升级等方面提

¹⁰ 除前文所述的结构性降准、鼓励向中小企业和民营企业发放贷款、发行债券融资外,6 月 18 日央行与证监会召集六家大行和业内部分券商开会,鼓励大行扩大 向大型券商融资,支持大型券商扩大向中小非银机构融资,以维护同业业务的稳定。

¹¹ 2018 年 7 月起,人民银行完善社会融资规模统计方法,将"存款类金融机构资产支持证券"和"贷款核销"纳入社会融资规模统计,在"其他融资"项下反映。 2018 年 9 月起,人民银行将"地方政府专项债券"纳入社会融资规模统计。本文引用中国人民银行采用新的统计口径后公布的数据。

¹² 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。

¹³ 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。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等。

升创新发展能力。总体看,《指导意见》的发布实施有利于进一步激发中小企业活力和发展动力,促进中小企业健康发展,对稳增长稳就业都具有积极意义。

通过加大授权放权力度进一步推进国企改革。4月,《改革国有资本授权经营体制方案》发布,提出优化出资人代表机构履职方式、分类开展授权放权、加强企业行权能力建设以及完善监督监管体系等方面要求。作为落实这一重磅文件的举措,国资委6月初印发《国务院国资委授权放权清单(2019年版)》,重点选取了5大类、35项授权放权事项,从规划投资与主业管理、产权管理、选人用人、企业负责人薪酬管理、工资总额管理与中长期激励、重大财务事项管理等方面对相关企业的授权放权事项进行了明确,激发微观主体活力。此外,国资委6月发布《关于做好中央企业违规经营投资责任追究工作体系建设有关事项的通知》,要求进一步做好中央企业违规经营投资责任追究工作体系建设有关事项的通知》,要求进一步做好中央企业违规经营投资责任追究工作体系建设有关事项的通知》,要求进一步做好中央企业违规经营投资责任追究工作,这将促进企业强化管理、完善制度,有利于提高央企投资的科学性和高效性。进一步推进国企改革、做强做优做大国有资本是我国经济体制改革的重要内容,对我国经济的长远健康稳定发展至关重要。

全面推进新型城镇化、乡村振兴及城乡融合发展。4月8日,发改委发布《2019年新型城镇化建设重点任务》,积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户¹⁴,明确推动城市群发展、培育发展现代化都市圈,构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局,同时要从分类引导城市产业布局、加强城市基础设施建设等方面推动城市高质量发展。5月5日,《中共中央国务院关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》发布,强调破除户籍、土地、资本、公共服务等体制机制弊端,促进城乡要素自由流动、平等交换和公共资源合理配置,提出建立一批国家城乡融合发展试验区,并率先从经济发达地区、都市圈和城市郊区突破。此外,国务院等部门先后印发《数字乡村发展战略纲要》《国务院关于促进乡村产业振兴的指导意见》,对我国数字乡村发展和乡村产业振兴做出了战略部署和具体指导,进一步推进乡村振兴战略的深入开展。总

体来看,上述全面推进新型城镇化、乡村振兴及城乡融合发展的政策措施对加强基础设施建设、扩大内需具有一定积极作用,同时将对我国经济社会高质量发展产生深远影响。

宏观经济运行

1. 经济运行总体保持平稳, 呈缓中有讲的发展态势

本季度,在外部环境更加复杂严峻的情况下,我国经济仍展现出较强的韧性,国内生产总值(GDP)23.8万亿元,同比实际增长6.2%,增速较上季度及上年同期均有所回落,保持在6.0%~6.5%的合理增长区间,延续了近年来平稳增长的态势;价格水平总体稳定:PPI和PPIRM基本平稳;就业形势总体稳定。

(1)中西部地区经济增速仍较快,东北地区经济增长仍靠后

2019年1-6月,从经济总量来看,广东、江苏、山东三个省份GDP位列全国前三,均超过4万亿元。从经济增速来看,有17个省份GDP实际增速高于全国平均水平,云南(9.2%)、西藏(9.0%)、贵州(9.0%)GDP实际增速位列全国前三,吉林(2.0%)、黑龙江(4.3%)和天津(4.6%)GDP实际增速位居后三位;天津和甘肃GDP实际增速(分别为4.6%和6.0%)较上年同期均提高了1个百分点以上,增幅显著。总体来看,增速较快的仍以中西部省份为主;东北经济发展仍面临较大压力。

(2) CPI温和上涨

本季度,我国居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.6%,较上季度和上年同期均回升0.8个百分点,主要受食品价格涨幅较大影响。本季度,食品价格上涨7.4%,涨幅较上季度和上年同期均明显增加,主要由于猪肉、鲜果价格涨幅较大;非食品价格上涨1.6%,涨幅较上季度和上年同期均有所回落,居住、医疗保健、交通和通信价格涨幅较上季度和上年同期均有所回落。分月来看,本季度食品价格逐月明显回升,非食品价格逐月小幅回落。

(3) PPI和PPIRM基本平稳

本季度,工业生产者价格指数(PPI)同比上涨0.5%,增

¹⁴ 在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上,城区常住人口 100 万 ~300 万的 Ⅱ 型大城市应当全面取消落户限制;城区 常住人口 300 万 ~500 万的 Ⅰ 型大城市应当放开放宽落户条件,取消重点群体落户限制。

幅较上季度(0.2%)有所回升,较上年同期(4.1%)大幅下降,仍处于2017年以来的最低区间。在主要行业中,黑色金属矿采选业、废弃资源综合利用业、非金属矿采选业、燃气生产和供应业同比涨幅均超过5%,涨幅较大;石油和天然气开采业(5.0%)、造纸及纸制品业(-5.3%)、石油、煤炭及其他燃料加工业(1.5%)、黑色金属冶炼及压延加工业(1.3%)、化学原料及化学制品制造业(-2.7%)同比增速均较上年同期回落了10个百分点以上,是本季度PPI较上年同期大幅下降的主要原因。分月来看,本季度PPI环比呈先升后降态势、同比走势较为平稳。

本季度,工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比上涨 0.1%,涨幅与上季度持平,较上年同期(4.4%)大幅回落。具体来看,建筑材料类(4.6%)、黑色金属材料类(3.8%)价格涨幅较大;有色金属材料、木材及纸浆、化工原料价格同比降幅分别为2.5%、2.3%以及3.7%,较上年同期均回落了8个百分点以上,是PPIRM较上年同期大幅回落的主要原因。分月来看,本季度PPIRM环比和同比走势均较为平稳。

(4)制造业PMI回落至荣枯线以下,非制造业走势较为 平稳

本季度,制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均有所回落。其中,制造业PMI自5月回落至荣枯线以下;非制造业PMI继续运行在荣枯线之上,整体走势较为平稳。从分类指数来看,制造业PMI主要受生产指数、新订单指数和从业人员指数持续回落影响,其中新订单指数5月起回落至荣枯线之下,表明制造业市场需求有所收缩;从业人员指数仍在荣枯线之下且逐月下降,6月创新低,表明制造业企业用工量继续减少。非制造业PMI分类指数

中,新订单指数在4月、5月连续回落之后于6月明显回升,表明非制造业市场需求有所恢复;投入品价格指数、销售价格指数和从业人员指数呈回落态势,且销售价格指数自5月回落至荣枯线以下,显示非制造业总体价格水平有所降低。总体来看,制造业有所收缩,非制造业保持平稳发展势头。

(5) 就业形势总体保持稳定

本季度,我国城镇调查失业率平均水平为5.0%,较上季度(5.2%)有所下降,较上年同期(4.8%)有所提高,但处于今年政府工作报告提出的保持在5.5%以下的目标之内。1—6月,我国城镇新增就业737万人,完成全年目标任务的67%。总体来看,本季度我国就业形势仍较为平稳。

2. 三大产业均保持平稳增长,但增速较上年同期均有所回落本季度,我国三大产业继续呈现增长态势,农业生产形势稳定;工业生产继续放缓,工业企业利润增速有所企稳;服务业增速略有放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。

(1)农业生产形势稳定

2019年1-6月,我国第一产业增加值2.3万亿元,同比实际增长3.0%,增速较1-3月(2.7%)有所增加,较上年同期(3.3%)有所回落;第一产业对GDP增长的贡献率为2.6%,较1-3月(1.8%)有所回升,较上年同期(2.8%)回落0.2个百分点。本季度,各地继续积极推进农业供给侧结构性改革,调整优化农业生产结构,农业生产形势稳定。

(2)工业生产继续放缓

2019年1—6月,我国第二产业增加值18.0万亿元,同比实际增长5.8%,增速较1—3月和上年同期均回落0.3个百分点,但第二产业对GDP增长的贡献率(37.1%)较1—3月(36.9%)和上年





同期(36.8%)均有所增加。2019年1—6月,全国规模以上工业增加值同比增长6.0%,增速较1—3月回落0.5个百分点,较上年同期回落0.7个百分点。总体来看,工业生产增速有所放缓。

工业生产结构继续优化。从三大门类看,2019年1—6月, 采矿业增加值同比增长3.5%,增速较1—3月(2.2%)和上年同期(1.6%)均有所增长;制造业增加值同比增长6.4%,增速较1—3月(7.2%)和上年同期(6.9%)均有所下降,其中汽车制造业工业增加值同比下降1.4%,是制造业增加值增速回落的重要原因;电力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长7.3%,增速较1—3月(7.1%)略有提高、较上年同期(10.5%)有所下降。2019年1—6月,高技术产业增加值同比增长9.0%,战略性新兴产业增加值同比增长7.7%,均保持较快增速,我国工业生产结构持续优化。

工业企业利润增速有所企稳。2019年1—6月,全国规模以上工业企业实现利润总额约3.0万亿元,同比下降2.4%¹⁵,跌幅较1—3月(-3.3%)有所收窄,呈现企稳态势,较上年同期(17.2%)仍大幅回落,主要受去年高基数效应以及钢铁、化工等重点行业工业品价格下降影响。分行业来看,黑色金属矿采选业利润同比增长323.7%,较1—3月继续大幅回升;铁路、船舶、航空航天制造业利润增速(33.2%)较1—3月(63.6%)明显回落,但依旧领跑制造业;石油、煤炭及其他燃料加工业(-53.6%)、造纸及纸制品业(-44.5%)以及汽车制造业(-24.9%)利润降幅较大是工业企业利润负增长的主要原因。

(3)服务业仍是推动经济增长的重要动力

2019年1—6月,第三产业增加值24.8万亿元,同比实际增长7.0%,增速与1—3月持平,较上年同期回落0.6个百分点;第三产业对国民经济增长的贡献率为60.3%,较1—3月(61.3%)和上年同期(60.5%)均有所回落,但仍是推动经济增长的重要动力。分行业来看,信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长20.6%,快于第三行业整体增速13.4个百分点。与1—3月相比,主要行业同比增速均变化不大;与上年同期相比,受金融业供给侧结构性改革和资本市场阶段性回暖影响,金融业

增加值同比增速(7.3%)加快3.6个百分点,受年初以来商品房销售增速走低影响,房地产业增加值同比增速(2.5%)回落2.1个百分点。

3. 固定资产投资增速环比、同比均有所回落,居民消费增速 和进出口环比均略有回升、同比继续回落

2019年1—6月,从三大需求来看,我国固定资产投资增速环比和同比均有所回落。其中,房地产投资增速环比回落、同比提高;基础设施建设投资和制造业投资增速环比和同比均有明显回落。居民消费和进出口增速环比均略有回升,同比继续回落。

(1)制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落

2019年1—6月,全国固定资产投资(不含农户)29.9万亿元,同比增长5.8%,增速较1—3月(6.3%)和上年同期(6.0%)均有所回落。其中,民间固定资产投资18.03万亿元,同比增长5.7%,增速较1—3月(6.4%)和上年同期(8.4%)均有明显回落。从三大主要投资领域来看,制造业投资、基础设施建设投资增速较1—3月和上年同期均有所回落,房地产投资增速较1—3月有所回落、较上年同期仍有所加快(详见图4)。

房地产投资增速有所回落。2019年1—6月,全国房地产开发投资6.2万亿元,同比增长10.9%,增速较1—3月(11.8%)回落0.9个百分点,主要源于近期房企融资约束持续加强。4月政治局会议再提"房住不炒",同时重提结构性去杠杆目标,地产



¹⁵ 按可比口径计算。

政策收紧信号初现;5月17日,银保监会发布《关于开展"巩固治乱象成果促进合规建设"工作的通知》,严禁银行机构表内外资金直接或变相用于土地出让金融资、资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场,严禁信托直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资、直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款等。房地产开发投资增速较上年同期(9.7%)仍有所增加,主要受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响。2019年1—6月,商品房销售面积(75786万平方米)同比下降1.8%,增速较1—3月(-0.9%)跌幅继续扩大,较上年同期(3.3%)有所下滑;销售额(7.1万亿元)同比增长5.6%,增速与1—3月持平,较上年同期(13.2%)有所下滑。

基础设施建设投资持续企稳。2019年1—6月,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.1%,增速较1—3月(4.4%)变化不大,但较上年同期(7.3%)有所下降。2018年年底,全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额,今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度、允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金的同时鼓励和引导银行、保险机构为专项债券项目提供融资支持,多项措施助力基建投资,今年以来基础设施建设投资持续企稳。从细分行业来看,生态保护和环境治理业(48.0%)、管道运输业(23.2%)投资同比保持高速增长;航空运输业(-9.8%)和公共设施管理业(-0.3%)投资同比均有所减少,且同比增速均较上年同期大幅转正为负;水上运输业(-16.4%)投资同比仍为负增长,且降幅较上年同期有所扩大。

制造业增速明显放缓。2019年1—6月,全国制造业投资同比增长3.0%,增幅较1—3月(4.6%)和上年同期(6.8%)均有明显下降。其中,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(-10.5%)、电气机械及器材制造业(-8.1%)和造纸及纸制品业(-7.7%)投资降幅较大,汽车制造业投资虽略有回升,但依旧维持在0.2%的低位水平,是制造投资放缓的重要原因。具体来看,高技术制造业投资增长仍较快。1—6月,高技术制造业投资同比增长10.4%,高于全部制造业投资7.4个百分点。其中,电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业以及医药制造业投资分别同比增长13.1%、12.4%和8.4%。此外,转型升级类投资增速较快是拉动制造业投资增长的重要因素,1—

6月制造业技术改造投资同比增长13.1%,增速高于全部制造业 投资10.1个百分点。

(2)居民消费增速有所回升,消费结构持续优化升级

2019年1—6月,全国社会消费品零售总额19.5万亿元,同比增长8.4%,增速较1—3月(8.3%)略有回升,较上年同期(9.4%)有所回落。限额以上单位消费品零售总额7.1万亿元,同比增长4.9%,增速较1—3月(4.1%)略有回升,较上年同期(7.5%)明显回落。限额以上单位消费品零售增速较上年同期明显回落,主要源于汽车类零售额自去年十月份以来的连续负增长。而今年7月1日起,多省开始实施"国六"标准,促使车企降价销售"国五"标准汽车,"国五"标准汽车强力去库存推动6月份汽车零售增速同比超过了17%,对当月限额以上社会消费品零售增速(9.8%)贡献率近80%,汽车类零售额同比增速(1.2%)较1—3月(-3.4%)转负为正,是居民消费增速较1—3月回升的主要原因。

具体来看,一是生活日常类消费,如日用品类(14.1%)、粮油、食品类(10.4%)消费仍保持较高增速;二是升级类消费增速较快,1—6月,化妆品类(13.2%)商品消费仍保持两位数较快增长,限额以上单位通讯器材和家电类商品消费分别同比增长7.4%和6.7%,比限额以上单位商品零售额增速分别高2.5和1.8个百分点;三是服务类消费增幅明显,1—6月,餐饮收入同比增长9.4%,高于社会消费品零售增速1.0个百分点。与此同时,网上零售继续保持快速增长,1—6月,全国实物商品网上零售额同比增长21.6%,占社会消费品零售总额的比重为19.6%,较1—3月(15.3%)和上年同期(17.4%)分别提高4.3和2.2个百分点。总体来看,我国居民消费持续平稳增长,消费结构进一步改善,在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

(3)进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大

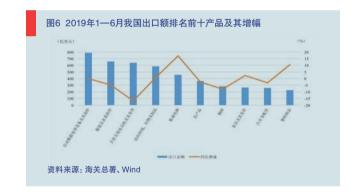
2019年1—6月,我国货物贸易进出口总值14.7万亿元,同比增长3.9%,增幅较1—3月(3.7%)略有回升,较上年同期(7.9%)大幅回落。其中,出口(8.0万亿元)同比增长6.1%,增速较1—3月(6.6%)有所回落,主要源于外需继续放缓和中美贸易摩擦,较上年同期(4.7%)有所回升,主要源于去年同期的低基数效应;进口(6.7万亿元)同比增长1.4%,较上年同期(11.7%)大幅回落,但较1—3月(0.5%)有所回升,主要由于今年上半年基建

和消费对进口的拉动作用整体偏弱,但二季度有所好转。贸易顺差1.2万亿元,同比扩大41.6%(详见图5)。

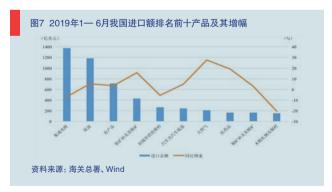
从贸易方式来看,2019年1-6月份,一般贸易16进出口总值 (8.8万亿元)占我国货物贸易进出口总额的59.9%,占比较1-3 月和上年同期均有所提高,我国贸易方式结构进一步优化。从 国别来看, 一是在中美贸易摩擦的背景下, 我国对除美国以外 的主要贸易伙伴进出口保持增长。为应对美国自2019年5月10日 起对从中国进口的2000亿美元清单商品加征关税税率由10%提 高到25%的行为, 国务院关税税则委员会决定, 自2019年6月1日 起,对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率17。2019年 1-6月,我国对美国进出口总值按人民币计价同比下降9.0%, 对欧盟、东盟、日本进出口总值按人民币计价分别同比增长 11.2%、10.5%和1.7%。二是对"一带一路"沿线国家进出口仍 保持高增速。2019年1-6月, 我国对"一带一路"沿线国家合 计进出口4.2万亿元,同比增长9.7%,较1-3月增加1.9个百分 点,占我外贸总值的28.9%,在与我国进出口贸易额排名前十 的"一带一路"国家中,我国对沙特阿拉伯、波兰、伊拉克、阿 联酋和越南进出口分别实现了34.0%、20.8%、16.3%、16.2%和 12.4%的较快增速。

从产品结构来看,出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。2019年1—6月份,我国机电产品出口中自动

数据处理设备及其部件产品出口789.8亿美元,在以美元计价的产品出口额中位列第一位。出口额排名前十的产品中,纺织纱线、织物及制品(0.7%)、集成电路(17.1%)、家具及其零件(2.2%)和塑料制品(10.5%)出口额同比增速为正,其余产品出口额较上年同期均有不同程度减少(详见图6)。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,进口额排名前十的产品中,集成电路(-6.9%)、初级形状的塑料(-5.6%)和未锻轧铜及铜材(-20.5%)进口额为负增长,其余产品进口额均为正增长。其中,集成电路进口增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点,是进口增速较去年同期下滑的主要原因(详见图7)。







¹⁶ 一般贸易是指除加工贸易、易货贸易、转口贸易等特殊贸易形式以外的贸易方式。在改革开放初期,加工贸易在我国经济活动中较常见,即进口原材料或上游产品,加工制造后复出口,加工企业仅赚取加工费。这种特殊贸易方式附加值较低,常位于产业链下游。

¹⁷ 对《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的公告》(税委会公告[2018]8号)附件1所列2493个税目商品,实施加征25%的关税。对附件2所列1078个税目商品,实施加征20%的关税。对附件3所列974个税目商品,实施加征10%的关税。对附件4所列595个税目商品,仅实施加征5%的关税。

三、宏观经济展望

展望2019年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。2019年7月,IMF年内第三次下调2019年全球经济增长预期至3.2%¹⁸。对于中国而言,经济增长的外部不利因素主要是需求放缓以及中美贸易摩擦的不确定性,内部仍然面临深入推进供给侧结构性改革、打好三大攻坚战等重大任务。总体来看,2019年下半年中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力,但基于中国经济增长的韧性以及国家宏观政策逆周期调节力度的加大,全年经济仍有望实现平稳增长。

继续实施积极的财政政策与稳健的货币政策。财政政策 方面,积极的财政政策将继续加力提效。在前期实施一系列大 规模减税降费措施的基础上,7月1日起,商标注册费、中小企业 宽带资费等部分行政事业性收费标准将明显降低19,预计全年 将为企业减负3000亿元左右。此外,财政部要求在9月底前完 成全年新增地方债券发行,加上监管层支持发行地方专项债 增加有效投资,地方债稳投资、稳增长的作用将进一步凸显。 货币政策方面, 稳健的货币政策仍将继续保持松紧适度, 维持 流动性合理充裕,利率水平将继续保持合理稳定。8月17日,8 月17日, 央行发布公告明确了改革完善LPR形成机制的有关事 宜, LPR市场化改革有利于推动贷款实际利率以及市场利率 水平的降低,实体企业尤其是大中型企业将受益更多。在全球 货币政策趋向宽松的背景下我国货币政策的操作空间有所加 大20, 我国货币政策将进一步聚焦服务实体经济、深化金融供 给侧结构性改革、防范化解重大金融风险。人民币汇率方面, 由于中美贸易摩擦的不确定性,人民币贬值预期未消,但基于 我国经济运行总体平稳、外汇储备稳中有升、美联储的降息预期等因素,人民币汇率将保持基本稳定。总体来看,未来我国宏观经济政策将继续着力于经济高质量增长,进一步平衡好稳增长和防风险的关系,确保经济运行在合理区间。

固定资产投资增速有望持续企稳。基础设施投资方面, 2019年下半年,基础设施投资将继续发挥逆周期调节作用,加 大基础设施补短板力度。随着地方政府专项债券发行力度的 加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复21,基础设施 投资有望持续企稳。制造业投资方面,减税降费的落实将进一 步修复企业盈利,激发企业主体活力,制造业投资的发展重点 也将集中在培育高端产业和补齐短板,电子信息产品制造、交 通运输设备制造、专用设备制造等具有较大示范效应的高端产 品和设备制造领域,集成电路、新型材料等补齐短板的重要制 造领域将进一步推动制造业的高质量发展,制造业投资有望 企稳。房地产投资方面,7月6日,银保监会约谈了部分房地产 信托业务近期增速过快、增量过大的信托公司,要求严格执行 房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求。此外,7月 份地产企业发行外债融资政策有所收紧22,表明当前房地产调 控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在"房住不炒"的 定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇 化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。

居民消费增速面临一定压力。6月居民消费大幅回升的主因是我国汽车排放标准由"国五"向"国六"切换,但"国六"标准政策的实施也透支了部分汽车消费需求,可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响。当前,我国居民部门杠杆率持续攀升,加上房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。但与此同时,一系列促消费政策正在

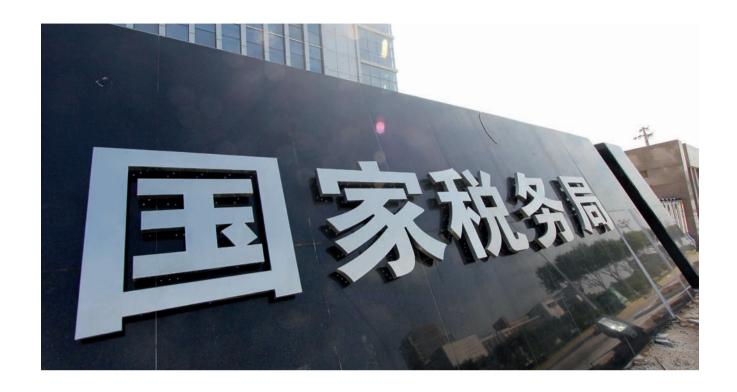
¹⁸ 四次下调分别是 1 月、4 月和 7 月,三次均将 2019 年和 2020 年的经济增长预期各下调了 0.1 个百分点。

^{19 4} 月国务院常务会议提出,从 7 月 1 日起,降低部分商标注册及电力、车联网等占用无线电频率收费标准;商标续展注册费收费标准由 1000 元降为 500 元; 将国家重大水利工程建设基金和民航发展基金征收标准降低一半;降低中小企业宽带资费全年约 1800 亿元;降低一般工商业平均电价;下浮铁路货物执行运价、减并港口收费等。

²⁰7月18日,韩国、印尼、乌克兰、南非四国先后宣布降息,欧洲央行行长德拉吉在今年6月表示,政策利率进一步下调和净资产购买计划仍然是政策选项的一部分。 此外,鲍威尔在7月11的发言表示,将"适当"采取"适当行动以维持当前经济扩张,美联储在七月降息概率上升至97.2%。

²¹7月16日,李克强总理在主持召开经济形势专家和企业家座谈会时提出,要聚焦短板扩大有效投资,用好地方政府专项债,加快重大项目建设,消除民间投资 隐性障碍,因地制宜推进城镇老旧小区改造。

²²7月12日《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。



陆续出台和落实²³,鼓励居民消费。当前,我国的消费结构不断 优化,消费更新升级将成为未来居民消费的主要特征,服务业 消费有望保持较快增长²⁴,消费对经济的支撑将继续增强。

进出口增速或将继续放缓。出口方面,全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓。中美贸易摩擦未来仍有较大不确定性,我国外需仍面临较大压力。进口方面,随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及我国加强与"一带一路"沿线国家的交往,我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制,进出口增速或将继续放缓。7月10日国务院常务会议提出进一步完善财税政策、强化金融支持等一系列稳外贸的要求25,商务部也正酝酿推出包括修订进

口技术和产品目录、拓展关键零部件和先进技术设备进口多元 化渠道、进一步扩大跨境电商综合试验区试点以及尽快推出 第三批进口贸易示范区等一系列稳外贸措施,这有助于保持我 国对外贸易形势的整体稳定。

综上所述,全球经济下行风险渐增,中美贸易摩擦存在不确定性,我国经济增长面临的挑战和不确定性仍然较大。下半年我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。2019年下半年我国经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓,下半年经济增速或略有回落,预计全年经济增速在6.2%左右。1//

²³6月6日,发改委等部门联合印发《推动重点消费品更新升级,畅通资源循环利用实施方案(2019—2020年)》,聚焦汽车、家电和消费电子产品领域,通过不断优化市场供给、积极推动更新消费等措施增强市场消费活力,提升消费支撑能力。7月15日,国务院办公厅同意建立由发展改革委牵头的完善促进消费体制机制部际联席会议制度,统筹协调促进居民消费扩大升级工作,组织保障得到加强。

²⁴6月26日,国务院办公厅印发《关于促进家政服务业提质扩容的意见》提出36条措施,通过建设更加强大的家政服务消费市场,更高质量满足人民群众民生消费新需求,实现经济发展和民生服务改善的良性循环。

²⁵ 具体措施包括:完善财税政策,完善出口退税政策,降低进口关税总水平等;强化金融支持,更好发挥出口信用保险作用,提高人民币结算便利度等;加快发展跨境电商、加工贸易保税维修等新业态,培育进口贸易示范区等;提升贸易便利化水平,简化进出口环节监管证件、压缩通关时间、降低口岸收费等。

经济逆周期调节"三管齐下",整体利好债券市场

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 夏妍妍 王信鑫

9月6日,央行发布公告称,为支持实体经济发展,降低社会融资实际成本,决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此外,为促进加大对小微、民营企业的支持力度,再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。本次降准叠加近期LPR形成机制改革以及地方政府专项债提前发行,"三管齐下"稳定经济增长,利好债市发展。

重点支持实体经济尤其是小微、民营企业发展

此次降准的主要原因是加大经济逆周期调节力度,稳定经济增长。从国际环境来看,美国8月制造业PMI跌至荣枯线以下,为十年来首次,欧洲、日本等国家和地区8月制造业活动也大幅放缓,全球经济复苏有继续放缓甚至低迷的可能;从国内经济表现来看,7月固定资产投资、社会消费品零售总额增速均有所放缓,进出口增速虽有所加快但受外围经济不景气及中美贸易摩擦的不确定性影响仍面临较大压力,我国下半年及明年经济下行压力较大。在此背景下,8月31日金融稳定发展委员会第七次会议一个重要的定调变化是从第六次会议提出的"适时适度进行逆周期调节"变为"加大宏观经济政策的逆周期调节力度",9月4日国常会也明确提出要主动作为、将"六稳"工作放在更加突出的位置。不难看出,稳定经济增长仍是当前及未来一段时期内我国经济工作的重中之重,政策层面不会放任经济增速大幅下行。

近期,一系列支持实体经济融资的政策措施陆续出台。8 月17日,央行发布《中国人民银行公告》〔2019〕第15号,通过推动报价方式更加市场化、增加5年期以上期限品种、扩大报价行范围等措施改革完善LPR形成机制,进一步疏通货币政策传导渠道,推动实际贷款利率降低。8月31日金融稳定发展委员 会第七次会议提出鼓励银行利用更多创新型工具多渠道补充资本,真正落实尽职免责条款,有效调动金融机构业务人员积极性,加大对实体经济、小微企业的支持力度。此次降准将释定向降准释放资金约1000亿元,将有效增加金融机构支持实体经济的资金来源,还能降低银行资金成本每年约150亿元,通过银行传导可以降低贷款实际利率,定向降准进一步促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度。这一系列举措都反映了监管层支持实体经济融资和发展、稳定经济增长的政策意图。

推动基础设施建设投资和制造业投资企稳回升

2019年1—7月,我国制造业投资和基础设施建设投资(不含电力)同比分别增长3.3%和3.8%,较上年同期分别回落了4.0和1.9个百分点,均存在继续放缓的压力。在此背景下,8月31日国常会要求充分挖掘投资需求潜力,高度重视基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务等领域和新增长极地区的发展;9月4日国常会提出要"进一步扩大有效投资,今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕,10月底前全部拨付到项目上",同时"按规定提前下达明年专项债部分新增额度",将适用范围扩大至交通基础设施、能源项目、生态环保项目、民生服务、市政和产业园区基础设施等,专项债可用作项目资本金范围明确为符合重点投向的基础设施领域,此举有利于撬动更多社会资金,推动基础设施建设投资持续企稳。

此外,9月4日国常会明确指出"专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域",房地产行业的调控政策不变,这与7月30日政治局会议提出的"不将房地产作为短期刺激经济的手段"表述一致。今年以来房地产融资渠道持续收紧,此次降准释放的资金将更多用于基础设施建设投资和相关制造业领域投资,基础设施建设投资与制造业投资有望持续企稳,房地

产投资或将有所回落。总体来看,近期宏观经济政策层面通过 LPR形成机制改革、降准和地方政府专项债"三管齐下",加大 经济逆周期调节力度,在此背景下我国宏观经济增速出现大幅 回落的概率不大,但仍需持续观察政策实施效果,同时根据国 际国内环境的变化适时出台更多的稳增长措施。

稳定经济增长预期, 利好债市发展

此次降准释放了货币政策边际宽松的信号,叠加LPR 形成机制改革、地方政府专项债提前发行,加快落实降低实际利率水平,稳定经济增长预期。最新公布的美国非农就业数据不及市场预期,加上美联储主席鲍威尔称低利率政策有助于美国经济发展,美联储9月降息概率增大,当前中美 利差走阔为我国的货币政策带来操作空间。在稳健货币政策取向没有改变的情况下,央行更有可能通过下调MLF操作利率来降低LPR和实体经济融资成本,避免直接降息给市场传递货币政策宽松的误导性信号。从债券市场来看,一方面,此次降准有利于引导贷款实际利率下行,推动无风险利率进一步降低,债券市场总体受益,实际贷款利率的下降将引导债券发行利率下行,推动债券发行量的增加;另一方面,逆周期调节有助于稳定市场信心,促进投资者风险偏好的回升。分行业来看,建筑与工程、公路与铁路等行业债券融资规模或出现显著增长,同时受益于政策的鼓励支持,部分小微、民营企业融资环境或进一步改善,流动性风险或能得到一定程度缓解。

天津市及下辖区域信用分析

文 | 联合信用评级有限公司 张雪 张婧茜

一、天津市区域环境分析

基本发展环境

天津市作为中国四大直辖市之一,区位条件优越,自然资源丰富,科技创新区域竞争力强。国家"十三五"规划和京津冀一体化协同发展规划的逐步实施,将对天津经济、社会、文化发展起到重大推进作用。

天津市作为中国四大直辖市之一、环渤海地区经济中心,区位条件优越。截至2018年末,天津常住人口1559.60万人,人均可支配收入39506元。2018年中国百强城市排行榜排第8位。天津是北京通往东北、华东地区重要的铁路交通枢纽和远洋航运港口城市,是中国北方最大的沿海开放城市,距北京120公里,地理位置优越。天津市自然资源丰富,拥有充足的油气资源、海盐资源、丰富的金属和非金属矿产资源、丰富的地下热水资源以及土地资源。天津市在科技创新方面具有较强优

势,2018年全年签订技术合同11315项,合同成交额725亿元,较上年增长10.2%。此外,2016年2月,《"十三五"时期京津冀国民经济和社会发展规划》印发实施,作为全国第一个跨省市的区域"十三五"规划,明确了京津冀地区未来五年的发展目标,要求到2020年,京津冀地区整体实力进一步提升,经济保持中高速增长,结构调整取得重要进展。规划的实施将对天津经济、社会、文化发展起到重大推进作用。

经济环境

受天津"挤水分"持续影响,天津经济总量增幅有所下降,但总量仍处于全国中游水平。天津市重工业及国营经济占比较高,经济增长主要由投资拉动,未来固定资产投资下行压力较大,对经济增长带来一定挑战。

受"挤水分"持续影响,2018年天津市GDP实现1.88万亿元,名义增速3.6%,增速较上年下降0.4个百分点,名义增速居

全国末位,GDP总量居全国排名第19位,处于全国中游水平。 2019年上半年,天津市GDP实现1.04万亿元,较上年同期增长 4.6%。2018年天津市人均GDP达12.07万元,在全国31个省市自 治区中排名仅低于北京和上海。天津经济发展主要依靠投资 驱动,7年来天津固定资产投资额占GDP的比重均保持在55% 以上,第二产业占GDP的比重远高于北京和上海。受化解地方 政府债务风险影响,以政府投资为主导的建设资金趋紧,叠加 房地产投资调控趋严、供给侧结构性改革等因素影响,近两年 天津市固定资产投资出现下滑,未来下行压力仍较大。

天津市属于典型的工业城市,近年来引进了很多国企,项目集中在港口、石化、机械、交通运输等产业,逐步形成了"航空航天、石油化工、装备制造、电子信息、生物医药、新能源新材料、国防科技、轻工纺织"八大优势支柱产业。

财政环境及债务情况

1. 财政收入

天津市一般公共预算收入处于全国中等水平,税收收入规模较上年保持稳定。做实财政、减税降费、收入结构调整等因素导致天津市2018年财政收入降幅进一步扩大,其影响可能持续至2019年及以后。政府性基金收入对财政收入贡献较高,2018年以来房地产行业遇冷,天津市未来财政收入增长的动力不足。

2018年,天津市财政收入合计3762.68亿元,较上年下降8.94%,降幅较上年扩大7.84个百分点。其中,一般公共预算收入2106.19亿元,在全国排名第19位,一般公共预算收入较上年下降8.84%,主要系非税收入较上年大幅下滑所致,其原因主要在于做实财政收入、落实国家减税降费政策、规范非税收入管理及调整财政收入结构等。2018年,天津市税收收入为1624.84亿元,较上年基本保持不变。2017—2018年,税收收入占天津市地方公共财政收入的比重分别为69.77%和77.15%,非税收入占比有所下滑。2019年上半年,天津市一般预算收入1159.22亿元,较上年同期增长0.37%,基本保持不变,税收收入占比75.87%。天津市税收收入以增值税和企业所得税为主,税收来源主要是房地产、制造业、批发零售、金融业等,部分行业景气度有一定波动。其中,与房地产相关税收占2018年税收收入的18.38%,房地产是天津市重要的税源

行业之一,但房地产行业容易受土地资源、宏观调控政策等影响而产生波动。

天津市财政收入对政府性基金收入依赖较高,2018年政府性基金收入为1160.45亿元,占财政收入的30.84%,较上年下降5.62%,以国有土地使用权收入为主(占84.95%),天津政府性基金收入规模在四个直辖市中排名最后。从房地产市场看,2018年,天津市继续执行国家的各项调控政策,从限购、限贷、土地限价、竞自持等多方面对楼市进行调控,2018年天津市商品房销售面积1249.87万平方米,较上年下降15.7%;商品房销售额2006.62亿元,较上年下降11.7%。随着"房住不炒"的政策进一步贯彻落实,房地产开发贷额度收紧,未来政府性基金收入增长动力不足。

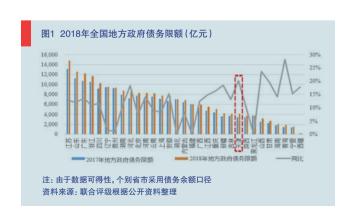
2018年,天津市上级补助收入496.04亿元,较上年下降 16.27%。上级补助收入中约50%来自中央转移支付收入,转移 支付收入较上年下降27.81%。

2. 地方政府债务

天津市地方政府债务限额逐年增长,债务限额处于全国 较低水平,但增幅处于全国较高水平。短期内天津市政府债务 压力不大,整体政府债务风险相对可控。

根据《天津市2018年预算执行情况和2019年预算(草案)》,财政部核定天津2018年政府债务限额4158.50亿元,呈逐年增长趋势。从全国范围内来看,天津市政府债务限额在全国排名倒数第9位,天津市债务限额在全国范围内处于较低水平;债务限额较上年增长20.10%,增幅处于全国较高水平(详见图1)。

截至2018年末,天津市政府债务余额4078.60亿元。从



债务类型看,天津市一般债务余额为1400.00亿元,专项债务余额为2678.60亿元。截至2018年末,天津市地方政府债务率为21.68%。

从天津市政府债券余额期限结构来看,天津市2019—2020年需要偿还的政府债券为40.79亿元,短期内天津市政府债券的偿付压力不大。天津市政府债券到期主要集中在2022—2023年,届时存在一定集中偿付压力(详见表1)。

二、下辖区域分析

各区域基本情况

天津现辖16个区,包括滨海新区、和平区、河北区、河东区、河西区、南开区、红桥区、东丽区、西青区、津南区、北辰区、武清区、宝坻区、静海区、宁河区、蓟州区。

《天津市空间发展战略》提出"双城双港、相向拓展、一轴两带、南北生态"城市规划理念。其中,"双城"是指天津市中心城区和滨海新区核心区,"双港"是指天津港和天津南港,

"南北"指市域中北部及南部,"北端"是指蓟州区北部山地丘陵地带。

从区域地理位置划分来看,可以简单划分为中心城区、环城四区、滨海新区及远郊区,如表2所示:

根据《天津市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,优化城市空间格局,做优"双城",做强辅城和中等城市,推进环城四区优化发展。中心城区是天津的发祥地,也是文化教育政治经济商业中心,中心城区按照"金融和平""商务河西""科技南开""金贸河东""创意河北""商贸红桥"进行功能定位划分。滨海新区是天津市下辖的副省级区、国家级新区和国家综合配套改革试验区,由原塘沽区、汉沽区、大港区等区域整合而成,下含天津开发区、保税区、天津高新区、东疆保税港区和中新天津生态城等五大功能区²,战略地位突出。其他城区发展规划如表3所示:

各区域经济财政分析

天津各区经济及财政实力差异明显, 滨海新区作为天津市下辖的副省级区, 战略地位突出, 但受"挤水分"的持续影响, 经济及财政收入增速不及预期; 环城四区中, 西青区轻工业较为发达, 经济及财政水平相对较高; 远郊区中, 武清区为京津发展轴节点区域, 整体经济财政实力较强; 中心城区中,

表1 截至2018年末天津市政府债券余额期限结构表(亿元、%)

期限	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	15年期	20年期	合计
债券余额	40.79	540.38	1,857.39	934.77	658.91	8.00	17.51	4,057.75
占比	1.01	13.32	45.77	23.04	16.24	0.20	0.43	100.00

资料来源:联合评级根据公开资料整理

表2 天津市各区归类

位置	涵盖城区
中心城区	和平区、河东区、河西区、南开区、河北区和红桥区六区
环城四区	东丽区、西青区、津南区、北辰区四区
滨海新区	包含天津开发区、保税区、天津高新区、东疆保税港区和中新天津生态城等五大功能区
远郊区	

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

¹ 地方政府债务率 = 地方政府债务余额 /GDP

²2018 年,滨海新区将原有的七个功能区整合为五个,将原中心商务区并入天津经济技术开发区、原临港经济区并入天津港保税区。至此,天津滨海新区由原有的天津经济技术开发区、天津港保税区、滨海高新区、东疆保税港区、中新生态城、中心商务区、临港经济区七个功能区变为五个功能区。

表3 天津市各区十三五规划定位

范围	X	定位					
	东丽区	支柱产业为黑色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、金属制品业。未来定位加快构建以战略性新兴产业和现代服务业为主导的现代产业体系,建设智慧生态新城区					
	津南区	承接中心城区城市功能和滨海新区产业功能的重要地区,未来将做强教育经济、会展经济和楼宇经济,建设产城一体化创新示范区					
环城四区	西青区	轻工业产值占到全市五分之一,经济型轿车生产基地,中国九大电子产业基地之一。未来将加快南站科技商务区建设,大力发展高端服务业和先进制造业,打造创新驱动转型发展示范区					
	北辰区	天津市的老工业基地和经济强区,工业支柱产业为机电、现代医药、冶金深加工、汽车零部件、装备制造、橡塑制品六大支柱产业,自主创新力强、产业聚集度高、物流基础雄厚。未来着力推进北部新区开发建设,积极发展科技研发、高端装备和现代物流等特色产业,打造北部城市副中心					
	武清区	高端制造研发和现代服务业聚集区,未来将着力提升城市和产业园区功能品质,建设成为高端产业聚集区和京津发展轴节点城市					
	宝坻区	传统支柱行业为轻纺服装、食品、文体设施、建材、地毯、家具等,此外金融业也较为发达。未来将加快发展高新技术产业、生态农业、现代服务业,打造优势突出的产业 重镇和环境优美的活力新城					
远郊区	静海区	黑色金属、有色金属、食品加工、制造业、服装纺织、生物制药等六大支柱产业,未来将重点发展循环经济、生命健康、旅游度假等产业,建设宜居宜业、产城融合的新兴城市					
	宁河区	冶金、食品、化工、机械加工制造是宁河区的四大主导行业,未来将重点依托津冀芦台协同发展示范区、未来科技城京津合作示范区,打造京津产业新区和生态魅力新城					
	蓟州区	绿色工业、旅游文化产业和生态农业为其重点打造产业,未来将重点发展文化旅游、健康养老、绿色食品和战略性新兴产业,打造京津冀一流旅游目的地和休闲之都					

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

发展金融商务及教育的和平区、河西区及南开区整体经济财政实力较强。

从GDP规模来看,滨海新区作为天津市下辖的副省级区,GDP总量处于绝对领先地位。2016年,滨海新区受"挤水分"影响,其GDP规模从万亿元缩水到6654亿元,2017年预计为7000亿元,但官方未披露相关数据。根据其《2019年政府工作报告》,滨海新区2018年地区生产总值、固定资产投资、一般公共预算收入等部分指标增速未达到预期。

从其他各区域GDP规模来看,环城四区2018年GDP规模均 有不同程度下滑。其他郊区中武清区为京津发展轴节点区域, GDP突破1000亿元且有所增长,遥遥领先。中心城区中,和平区、河西区为商务、金融群集区,南开区教育资源丰富,上述区域GDP规模较大,除河东区外,其余区域2018年GDP规模均有所增长。从其他各区域财政情况来看,除蓟州区和红桥区外,其他区域一般公共预算收入规模均有不同程度下滑,但从来源相对稳定的税收收入来看,宁河区、蓟州区、静海区均有所增长,虽然宁河区一般公共预算收入规模有所下降,但预算收入质量得到了较大提升;政府性基金收入受各区域土地出让计划影响,波动较大。整体看西青区与武清区的一般公共预算收入及政府性基金收入规模较大,均突破100亿元,财政实力较强。



区域地方政府债务及城投债分析

1. 区域发债城投企业分布

从天津市发债城投企业来看,天津市发债城投企业共39家³,以市本级及滨海新区发债主体居多,其中市本级最多,共14家;环城四区中津南区1家,东丽区2家,西青区与北辰区均有2家;其他郊区中,除武清区与宁河区各有两家外,其他区各1家。中心城区由于经济发达,基建配套完善,因此没有存续城投债,各区域城投企业分布结构详见表4:

从级别分布来看,天津市共有AAA级别主体5家、AA+级别主体19家、AA主体25家、AA-主体1家。高级别主体基本分布在市本级及滨海新区。其他区域中,北辰区有2家AA+城投企业,西青区、东丽区、静海区和武清区各有1家AA+城投企业,其余区域无AA+城投企业。2019年39家城投企业中仅一家企业级别有所上调,为滨海新区内的天津临港建设开发有限公司,其他企业级别维持不变。

2. 区域地方政府债务及城投债负担

本文将试图对天津市各区域地方政府债务负担及城投债偿付压力进行分析,但相关分析基于以下前提及假设。

(1)对天津市城投企业债券的统计,包括Wind中截至

2019年8月22日所有天津地区城投企业(包括城市基础设施建设、土地出让、城市轨道交通、高速公路和水务等行业)公司债、中期票据、短融、超短融和PPN等,共选取39家城投企业。

- (2)下文中经统计的各区域城投企业带息债务为统计范围内各企业2018年年报中核算的Wind口径带息债务规模,同时剔除已发债城投企业子公司、孙公司。
- (3)下文对于天津市各区域偿债压力分析仅依据各区域财力水平、经济实力、地方债务余额、区域城投债规模及期限、区域城投企业带息债务等;为便于分析逻辑简化,其他定性和定量因素并未纳入考虑范围。

从债务情况来看,天津市城投企业带息债务规模远大于地方政府债务规模。受严禁新增地方政府隐性债务及专项债券发行激增的影响,2018年政府债务余额与城投企业带息债务走势分化。随着城投债进入偿债高峰期,2018年及2019年上半年天津市城投企业债券发行激增,城投债"借新还旧"规模较大。从规模来看,市本级及滨海新区举债规模远大于其他区域;中心城区基础设施完善,地方政府举债规模不大;环城四区、蓟州区与武清区债务规模相对较大。

截至2018年末,天津市政府债务余额4078.60亿元,

悪₄	各区域城投企业数量与主体信用级别情况	(个)	١
424	百匹以规议正业效里一工件后用级刑目儿	\ I	,

区域		总家数	AAA	AA+	AA	AA-
市本级		14	3	6	5	
 滨海新区		11	2	6	2	1
	西青区	2		1	1	
环城四区	北辰区	2		2		
环坝凸区	东丽区	2		1	1	
	津南区	1			1	
	宝坻区	1			1	
	静海区	1		1		
其他郊区	蓟州区	1			1	
	宁河区	2			2	
	武清区	2		1	1	
		39	5	18	15	1

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

³ 统计数据时点为 2019 年 8 月 22 日。

较上年增长19.13%,专项债务2678.6亿元,较上年增长28.12%。从城投企业带息债务规模来看,天津市城投企业带息债务12612.44亿元,较上年下降17.24%,整体规模远大于政府债务规模。近年来财政部严格控制地方政府隐性债务,政策频出,项目融资更注重现金流而非政府信用,此外,专项债发行规模激增,导致政府债务余额与城投企业带息债务走势分化。由于2019年进入城投债偿债高峰期,2018年,城投企业债券发行规模翻倍增长,达1150.4亿元,但从余额来看,2018年末天津市城投企业债券余额较上年增长11.72%至3700.24亿元,城投债"借新还旧"规模较大;2019年上半年,城投企业债券发行规模为748.7亿元,较上年同期增长27.76%,延续了增长趋势,至2019年6月末债券余额为4104.18亿元。

从各区域地方政府债务余额及城投企业带息债务来看,天津市本级债务规模最大,其次为滨海新区,两者地方政府债务余额及城投企业带息债务均突破千亿元,远大于其他区域,其中市本级城投企业带息债务超5000亿元。中心城区由于基础设施完善,地方政府举债规模不大,政府债务余额均在60亿元以下,且没有发债城投企业。环城四



区债务规模普遍较大,除津南区外其他地区地方政府债务余额均在100亿元以上,其中东丽区与津南区城投企业带息债务规模较大,城投企业带息债务远大于其地方政府债务余额。其他郊区中,武清区及蓟州区整体债务规模较大。2018年各区域地方政府债务余额与城投企业带息债务增幅基本也呈反向趋势,2018年,东丽区与宁河区地方政府债务余额较上年增长较快。从城投企业带息债务来看,除西青区与滨海新区外,其他区域城投企业带息债务规模均有不同程度的下滑。

从各区域城投企业债券余额来看,截至2018年末市本级及滨海新区城投企业债券余额远大于其他区域,均突破千亿元且较上年均有所增长。其他区域中,东丽区与武清区规模最大,在200亿元左右;2018年仅北辰区与宝坻区债券余额较上年有所增长,其他区域均有所下降。从发行量来看,2018及2019年上半年,仅市本级、滨海新区及北辰区发行量呈持续增长趋势。从1年内到期的债券余额来看,武清区与津南区的规模较大。从1—3年到期债务余额来看,宝坻区和西青区的规模居于前位。

从债务负担来看,我们用负债率及债务率来测算,滨海新 区、宁河区、东丽区与蓟州区的债务负担相对较重。

首先采用国际通用的负债率为60%作为衡量标准⁴,可以发现天津市各区域的负债率均未超过国际警戒线,其中河东区、滨海新区、宁河区、蓟州区和静海区负债率均在15%以上(详见图2)。

再从债务率⁵指标来看,考虑到2018年各区域上级转移收入数据可得性,我们将债务率区分为经调整的显性债务率和经调整的城投企业债务率分别加以考虑。从显性债务率⁶来看,即地方政府债务余额与(一般公共预算+政府性基金收入)的比值来看,滨海新区、宁河区、北辰区、蓟州区、河北区和河东区2018年经调整显性债务率较高,其中宁河区2018年显性债务率较2017年大幅提高,一方面由于地方政府债务较上年增长较快,另一方面由于非税收入降低导致一般公共预算

⁴国际上通常以《马斯特里赫特条约》规定的负债率60%作为政府债务风险控制标准参考值。

⁵ 国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值为90~150%。

⁶ 显性债务率 = 地方政府债务余额 /(一般预算收入 + 基金收入)



收入下滑(详见图3)。从经调整的城投企业债务率7来看,即用 各区域城投企业带息债务指标测算,各区域债务负担则明显 加重,除静海区及中心城区以外,其他区域经调整的城投企业 债务率均突破100%, 滨海新区、东丽区和蓟州区城投企业债 务率较高(详见图4)。

天津市城投企业债务规模较大, 受严禁新增地方政府隐 性债务及专项债券发行激增的影响,2018年天津市政府债务与 城投企业带息债务走势分化。随着城投债进入偿债高峰期,

2018年及2019年上半年天津市城投企业债券发行激增,"借新还 旧"发债门槛的放松缓解了城投企业债券偿付压力,2019年下 半年经济下行压力不减,基建补短板力度持续加大,宽信用政 策仍将延续, 政策上对地方政府债务管理坚守不增加隐性债务 的红线,推动存量隐性债务化解有助于城投企业债务压力的缓 解,有利于其信用水平保持稳定,短时间看天津市整体城投企 业债务风险不大,但天津市下辖区域有所分化,需关注财政实力 下滑、债务规模较大或集中到期的区域城投企业信用风险。





⁷ 城投企业债务率 = 城投企业带息债务 /(一般预算收入 + 基金收入)

中小商业银行专题研究 我国中小商业银行基本概况及政策梳理

文 | 联合资信评估有限公司 金融部

近年来去杠杆、强监管的环境对于我国银行业运营模式产生了较大影响,伴随着商业银行业务转型的推进和风险暴露的上升,中小商业银行的运营状及信用水平况引起了较高的关注度。联合资信针对我国中小商业银行的经营特点、财务表现及风险水平形成了专题研究报告,本篇为专题研究系列的开篇,针对我国中小商业银行基本情况及银行监管政策进行了阐述。

按照银保监会对银行的监管分类,我国商业银行主要包括大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村金融机构、民营银行及外资银行。由于民营银行和外资银行相对而言体量较小,本文所指的中小商业银行一般是指在一定区域范围内经营的地方性城市商业银行,以及公司性质、经营范围较为接近城市商业银行的地方性农村金融机构。

我国商业银行基本概况

业务规模及市场地位

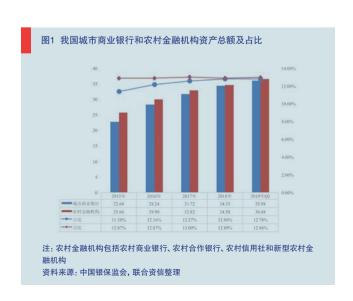
作为区域性金融机构,城市商业银行与当地政府之间通常保持着密切联系。2000年以来,在国家金融政策及地方政府的支持下,城市商业银行纷纷通过不良资产置换、剥离以及政府注资等方式化解历史风险,财务实力明显改善。在此基础上,一部分城市商业银行开展了联合重组、设立县域分支机构、跨区域经营、引进境内外战略投资者及公开上市等工作,经营管理能力和竞争实力明显提升。伴随着上市进程的突破,城市商业银行迎来快速发展期,在国内银行业金融机构中的地位持续上升。截至2019年6月末,我国城市商业银行总资产35.98万亿元,占银行业金融机构资产总额的12.78%。

农村金融机构与城市商业银行同为地方法人金融机构,

无论业务、区域还是客户范围,在地方层面两者存在较大同质性,均以服务地方经济、服务中小企业、服务当地市民为主。对于不满足设立城市商业银行条件的城市,农村商业银行在推动地方经济发展中具有更为重要的作用。近年来,农村金融机构持续推进机构改革工作,考虑到农信社改制的实施以及数量众多的农村信用社,农村金融机构逐步成为银行业重要的组成部分。根据中国人民银行2018年第四季度货币政策执行报告,截至2018年末,全国共组建以县(市)为单位的统一法人农村信用社812家,农村商业银行1397家,农村合作银行30家。截至2019年6月末,我国农村金融机构总资产36.48万亿元,占银行业金融机构资产总额的12.96%(详见图1)。

股权结构及股东背景

我国中小商业银行数量众多,股权结构呈现较大的差异性。经过长期的发展,中小商业银行基本形成四类股权结构模式:一是地方政府通过财政部门和地方国有企业持股的方



式而占有控股地位或拥有实际控制权;二是地方政府处于参股地位,由社会法人拥有实际控制权或者没有实际控制人;三是由中央企业控股,地方政府处于参股地位,实际控制权在中央企业;四是股权结构分散,个人股或职工股占有相对较高比重,无实际控制人。

在城市商业银行的发展沿革中,地方财政投资是发起设立阶段重要的参与资金且长期处于主导地位,绝大部分城市商业银行采用第一类股权结构模式建立基本公司治理架构,地方政府以出资人的身份,通过选派、任免管理人员的方式参与经济管理,并负责管理地方金融机构的重大财务事项。此后,城市商业银行按照金融机构改革监管导向,引入战略投资者,完善公司治理机制,增强资本实力,降低地方国有法人持股比例。诸如北京银行、上海银行、江苏银行、南京银行、宁波银行等逐步发展为股权结构较为分散的上市银行;诸如华融湘江银行、珠海华润银行、大连银行、长城华西银行、昆仑银行等逐步发展为央企控股银行。整体看,地方政府持股比例在城市商业银行后续的发展过程中逐步稀释,但目前绝大部分城市商业银行后续的发展过程中逐步稀释,但目前绝大部分城市商业银行第一大股东仍为地方财政局或者地方国有企业(详见表1)。

2003年,为促进农村信用社的稳定健康发展,国务院下发《深化农村信用社改革试点方案》,将农村信用社的管理交由

地方政府负责,由省级人民政府履行对农村信用社的管理职能,指导和组织信用社进行产权制度改革,并承担对农村信用社的风险防范和处置责任。同时,成立省级联社,具体承担对辖内信用社的管理、指导、协调和服务职能。近年来,农村商业银行改制工作持续推进。农村商业银行脱胎于农村信用社或者农村合作银行,个人股东众多,同时在改制的过程中,面临股权集中度的监管限制,因此发起设立阶段主要采取第四类的股权结构建立公司治理机制,股权结构一般比较分散。但对于资本实力强、在地方经济发展中具有重要地位的农村商业银行,诸如北京农商行、上海农商行、重庆农商行、广州农商行等采取类似城市商业银行的股权模式发起设立,地方政府对此类农村商业银行的经营管理仍具有一定影响力。

业务结构及财务表现

2016年以来,国内银行业运营开启去杠杆及强监管模式。 监管部门将重点目标对准市场乱象最为突出的同业、理财及表外业务领域,引导金融机构去杠杆,对银行业运营模式产生较大影响。部分业务策略激进、资金来源依赖同业负债、资产扩张依赖投资业务的中小银行面临资产规模压缩、业务结构调整、经营模式转型的压力,而这一特征在地方性城市商业银行中的表现尤为突出。在穿透式监管及非标资产回表压力下,部

表1 我国城市商业银行主要股权结构类型

股权结构	代表银行	第一大股东	持股比例	实际控制人
	大同银行	大同市经济建设投资有限责任公司	61.63%	大同市国资委
地方政府控股	广州银行	广州金融控股集团有限公司	50.01%	广州市国资委
	威海市商业银行	山东高速集团有限公司	39.56%	山东省国资委
	长沙银行	长沙市财政局	19.26%	无
地方政府参股	 江西银行	江西省高速公路投资集团有限责任公司	15.56%	 无
	九江银行	九江市财政局	15.20%	无
	珠海华润	华润股份有限公司	75.33%	中国华润有限公司
央企控股	华融湘江	中国华融资产管理股份有限公司	40.53%	财政部
天正程版	大连银行	中国东方资产管理股份有限公司	50.29%	
	昆仑银行	中国石油集团资本有限责任公司	77.09%	中国石油天然气集团有限公司
民营性质	晋城银行	中融新大集团有限公司	9.81%	无
CE"性项		吉利科技集团有限公司	10.00%	 无

注: 数据截至2018年末 资料来源: Wind, 联合资信整理 分城市商业银行同业业务、非标类投资及表外业务规模整体 收缩,业务结构得到优化,资产负债扩张速度有所放缓,少数 银行甚至出现资产负债规模下降的现象。伴随着宏观经济下 行及监管标准的趋严,城市商业银行信贷资产和投资资产风 险暴露上升,在资产质量下行和潜在风险上升的双重压力下, 风险水平得到更为真实的暴露。虽然不良资产反弹压力仍将 存在,但较为充足的拨备和资本缓冲能够使城市商业银行信 用风险整体保持可控水平。在盈利告别高速增长的背景下,多 重因素并行对城市商业银行盈利水平形成负面影响,从而对于 银行利用盈利计提拨备和补充资本的能力形成一定影响。截至 2019年6月末,我国城市商业银行不良贷款余额3771亿元,不良 贷款率2.30%,保持上升趋势;拨备覆盖率149.26%,呈现下降 趋势,资本充足率12.43%,资本保持充足水平。

相对于城市商业银行,大部分农村金融机构主营业务集中 于传统的存贷款业务,投资及同业业务占比并不突出。在去杠 杆和强监管的环境下,其面临的业务结构调整压力与城市商业 银行相比处于较低水平, 近两年运营压力更多体现在因信贷资 产五级分类划分标准趋严、经济下行周期风险暴露上升而导 致的信贷资产质量下行压力。之前年度,部分农村金融机构受 当地区域经济体量小等因素的限制,贷款业务增长乏力,并在 当地省联社的协调下联合省内其他农村金融机构投放异地社 团贷款,以解决自身信贷业务增长及地方企业信贷资金需求的 问题。在目前的监管政策下,农村金融机构异地社团贷款投放 受到限制,而本区域内有效信贷需求不足,面临一定的业务发 展瓶颈。在信贷资产质量方面,由于农村金融机构的风险管理 能力有限,历史上的信贷投放策略一般都较为粗放,而异地社 团贷款风险暴露后作为参与行处置手段的欠缺更是加大了风 险处置的难度。在宏观经济下行、实体经济低迷的大背景下, 农村金融机构信贷资产质量面临较大的下行压力,尤其是在区 域经济结构单—和欠发达省份地区的银行,信用风险管理压力 仍大, 资产质量的恶化已对其核心资本产生侵蚀。截至2019年6 月末,农村商业银行不良贷款额5866亿元,不良贷款率3.95%, 保持上升趋势,且高于银行业平均水平;拨备覆盖率131.52%,

资本充足率12.98%,均低于银行业平均水平。考虑到农村金融机构盈利能力有限,内生资本能力较弱,加之大多数业务体量小的机构不具备发行资本补充债券、优先股及上市的资质,在信贷资产质量恶化、拨备计提压力上升的环境下,农村金融机构面临较为迫切的资本补充需求。

政策概述及其对中小银行的影响简述

2018年1月13日,中国银监会'印发《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》(银监发〔2018〕4号,以下简称"4号文"),决定进一步深化整治银行业市场乱象。整体看,目前的监管政策总基调为"稳中求进",即在守住不发生系统性金融风险的底线上求稳,在处置违法违规、重大案件和高风险事件上求进。这意味着2018年的金融监管力度全面升级,强监管局面得以延续,对金融市场乱象的整治已经常态化。

2018年以来,金融监管部门延续2017年的"严监管"模式,接连出台了《商业银行委托贷款管理办法》(以下简称"委托贷款新规")、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称"资管新规")、《商业银行大额风险暴露管理办法》(以下简称"大额风险暴露管理新规")、《商业银行流动性风险管理办法》(以下简称"流动性新规")等文件,对银行在资金业务、广义同业资金融入等方面进行规范和限制,强调银行回归"存贷款"业务本源。2019、2020年,上述监管文件将逐渐面临过渡期的结束,未来银行的监管指标体系亦将随之更新(详见表2)。

2019年以来,银保监会继续贯彻2017年以来"三三四"自查等整治金融市场乱象的精神,5月发布了银保监发〔2019〕23号文《关于开展"巩固治乱象成果促进合规建设"工作的通知》,针对房地产融资做了专门的规定,详细列举了银行、信托等机构需要重点清理整顿的违规点;7月下发《中国银保监会办公厅关于开展银行保险机构股权和关联交易专项整治工作的通知》,针对银行保险机构股权和关联交易进行专项整治,严厉打击股东股权违规行为以及通过关联交易进行利益输送

表2 部分监管政策文件过渡期截止时间及相关内容

政策名称	过渡期结束时间	相关	内容		政策影响	
资管新规	2020年末	资管新规最核心的条款即打破刚性兑付,要求所有产品净值化管理,虽然2018年7月20日出台的后续通知对部分要求有所放松,但银行理财在资管新规的压力下仍面临较大的转型压力,过渡期结束后,保本理财将彻底退出历史舞台。			随着理财产品逐渐向净值化转型,中小银行吸储难度加大,资金有流向大行的趋势。此外,在资管新规的压力下,"假性"结构性存款也难以为继,在上述因素的影响下,中小银行加强主动投研能力是势在必行的趋势。	
		监管指标	监管要求			
	针对匿名客户风 险暴露集中度,	最大一家非同业单一客户贷款与资 本净额比例	≤10	%	资本金不足的中小银行做同业投资难度进一步提升,补充资本需求十分迫切。	
大额风险暴	2019年底前应达 标; 2018年底同	最大一家非同业单一客户风险暴露 与一级资本净额比例	≤15%		无论是放松条款单一投资金额小于一级资本净额0.15%的产品还是匿名客户本身最多只能占用一级资本净额15%的约束,银行同业合作规模均会受到一	
露新规	业客户风险暴露未 达标的,可有三年 过渡期;其余指标 应于2018年底之	最大一家非同业集团客户风险暴露 与一级资本净额比例	≤20′	%	级资本金的影响。对于主动管理能力相对较弱的中小银行本身就通过同业合 作加强来实现投研能力的提高,但资本金约束极大程度限制了中小银行开展	
		最大一家同业单一(集团)客户风险 暴露与一级资本净额比例 ≤2:		%	同业合作业务的空间。可以预见上市中小行会有较强的意愿通过增发、配股、 发行优先股补充一级资本,而对非上市中小行来说,IPO诉求会进一步提高。	
	前达标。	"匿名客户"风险暴露与一级资本净额比例	≤15%			
	2020年之前流动性 匹配率作为监测指 标。优质流动性资 产充足率应在2018 年末前达到80%, 2019年6月末前达 到100%。	监管指标	银行资产规模对应的监管标准		政策影响	
		监 官相例	≥2000亿元	<2000亿元		
		流动性覆盖率	≥100%			
流动性新规		应在2018 净稳定资金比例			如果商业银行保持此前那种"用同业负债支撑同业资产"的思路,将很难满足	
		流动性比例	≥25%	≥25%	流动性匹配率和优质流动性资产充足率的监管要求。	
		流动性匹配率	≥100%	≥100%		
		优质流动性资产充足率		≥100%		

注: 2019年3月, 银保监会发布《商业银行净稳定资金比例信息披露办法》, 将商业银行净稳定资金比例 (NSFR) 纳入到流动性监管指标, 资产规模达到2000亿元的商业银行须对外信息披露 NSFR的情况

资料来源:中国人民银行及银保监会,联合资信整理

等乱象行为。2019年8月,银保监会针对部分地方中小银行机构风险管理及内控有效性的现场检查进行了问题通报,以推动中小银行机构专注主业、合规经营、稳健发展,问题通报的范围覆盖了中小银行同业业务、公司治理、不良资产处置、表外业务开展、理财业务开展等方面,以推进金融供给侧结构性改革,坚决打好防范化解风险攻坚战,牢牢守住不发生系统性风险的底线。

信贷资产质量方面

2018年银保监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》,指出"根据单家银行逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例,对风险分类结果准确性高的银行,可适度下调贷款损失准备监管要求"。2019年,各地方监管部门就银行业信贷资产质量又进一步提出了更高要求:已有地方银监部门鼓励有条件的银行将逾期60天以上贷款纳入不良;2019年2月,北京银监局印发《关于进一步做好小微企业续贷业务支持民营企业发展的指导意见》,明确和细化续贷相关工作,

续贷利率不高于原来利率,严禁对关注类、不良类贷款进行续贷。整体而言,目前监管导向非常明确,即在不良贷款认定标准上日趋严格。这对于区域性的中小银行营销较大,尤其是那些地处区域经济下行明显、信用风险较高的中小银行:根据万德统计数据显示,农村商业银行的资产质量下行在2018年已集中显现——2017年末、2018年末及2019年6月末,农村商业银行的不良贷款率分别为3.16%、3.96%和3.95%;城市商业银行的不良贷款率则在2019年明显上升——2017年末、2018年末及2019年6月末,城市商业银行的不良贷款率分别为1.52%、1.79%和2.30%。不良贷款率的上升对中小银行的盈利水平、资本充足水平等方面均会产生较大影响,这在我们专题的后续文章中会详细阐述。

中小银行流动性分层压力下, 监管部门提供的流动性支持政策

目前商业银行受监管约束最大最多的业务类别应属同业业务: 广义同业负债在负债总额中的占比不超过1/3; 债券回购余额不超过上季度净资产的80%; 同业客户的风险暴露不超

过一级资本净额的25%;流动性新规中明确,同业负债的折算系数较低以及同业资产的折算系数较高等等。由于中小银行相比大银行更加依赖同业负债来支撑其负债端,近年来针对同业业务的监管政策使存款基础薄弱的中小银行面临较大的流动性压力。

2019年发生了同业打破刚兑事件后,中小银行同业融资难度明显加大,低评级的中小银行同业存单发行难度明显上升。在此背景下,央行不断加码对中小银行的流动性支持,如定向降准、增加再贴现和SLF额度、CRMW、TMLF等,金融供给侧结构性改革也明确提出要支持中小银行发展。2019年9月,央行宣布将于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金租公司和汽车金融),再额外对仅在省内经营的城商行定向降准1个百分点;此次降准释放长期资金约9000亿元,其中全面降准释放资金约8000亿元,定向降准释放资金约1000亿元,还降低银行资金成本每年约150亿元,通过银行传导以降低贷款实际利率。定向降准是完善对中小银行实行较低存款准备金率的"三档两优"政策框架的重要举措,有利于促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度,这些都有利于支持实体经济发展。

一方面央行对中小银行的流动性支持不断加码,另一方面,金融监管部门也明确表态"把握好处置风险的力度和节奏"以防止中小银行风险过快暴露和蔓延。但值得注意的是,由于金融严监管的基调并未改变,中小银行所面临的由负债端压力引起的"缩表"态势仍不可逆转,我们后续会对其资产端、负债端进行详细分析。

资本充足性方面

在2017年以来的严监管环境下,银行面临非标转标、表外回表的压力,资本金加速消耗,因此监管机构积极出台多项政策,鼓励加快银行资本补充工具方面的创新,拓宽资本补充的来源,作为疏通信用传导机制的基础。2018年3月,银监会发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》,要求简化资本工具发行的审批程序,鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。2019年1月,为提高银行永续债(含无固定期限资本债券)的流动性,



支持银行发行永续债补充资本,人民银行创设央行票据互换 工具(CBS)以提高永续债的流动性;银保监会亦发布政策表 示将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固 定期限资本债券。

但值得注意的是,2019以来,成功发行永续债的银行全部为股份行和国有行,中小银行依然存在发行难度。2019年7月,监管部门发布实施《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》,松绑非上市银行其他一级资本补充渠道。但无论成功发行的是何种资本补充工具,都无法解决中小银行补充核心一级资本的需求。从2018年各家银行公布的年报来看,城商行资本充足率距离监管红线最近,补充资本的需求最为迫切,农商行其次;并且对于这两类银行而言,一级资本更为不足,这主要是受中小银行前期扩张业务规模较为激进的影响,其目前对于直接增资扩股、注入资本的需求是较为迫切的。

中小商业银行专题研究: 资产端与负债端分析

文 | 联合资信评估有限公司 金融部

一、资产端分析

资产结构的调整

从资产结构来看,得益于全国性大型银行在经营范围和业务资质方面的优势以及多元化的发展模式,大型银行较早着手资产端业务配置。近年来,在强监管背景下,大型银行所面临的资产结构调整压力不大,资产端结构基本保持稳定,贷款占比维持在57%左右;同业资产及投资资产等非信贷类资产之间配比有所调整,但占比基本保持稳定。各类资产均保持稳步增长,总资产平均增速在11%左右。

而相比之下,由于中小银行在经营范围和业务资质方面的限制,资产端业务的发展受区域经济发展水平以及相关监管政策等因素的影响较大,其资产结构需要结合所处区域经济特点进行调整。具体来看,中小银行资产端结构调整驱动因素可分为两大类:贷款(净利差)驱动和扩表驱动。

贷款(净利差)驱动即由于宏观环境、区域经济发展或者监管政策等因素导致信贷业务发展受阻,加之利率市场化、同业竞争加剧造成利差收窄,致使传统存贷款业务利息净收入增长乏力。为应对净利差收窄给利润带来的冲击,部分中小银行被动地选择发展收益水平较高的投资业务。贷款(净利差)驱动在经营区域经济结构较为单一的中小银行体现较为明显,尤其是在以"两高一剩"为支柱产业以及经济欠发达的地区,如以煤炭为支柱产业的山西省、以机械和化工等为支柱产业的山东省、以能源工业为支柱产业的贵州省等。由于中小银行跨区域经营受到限制,区域经济结构对其影响较为显著,因贷款(净利差)驱动而转向发展投资业务的动力最大,其投资业务对利润的贡献度较高。

扩表驱动型主要是针对部分净利差收窄不是特别明显的 中小银行,但区域性贷款投放限制导致该类银行资产规模增 长空间受限,因此在跨区域设点难度大的形势下,部分中小银行主动发展投资业务来快速扩大资产规模,从形式上突破地域限制。扩表驱动型在经济相对发达地区的城商行体现较为明显。但从实际来看,贷款(净利差)驱动是中小银行资产端结构调整的核心因素,扩表驱动往往是由贷款(净利差)驱动衍生而来的中小银行资产结构调整的辅助因素。

2017年之前,在贷款(净利差)驱动或扩表驱动作用下,中小银行资产规模增速快于大型银行,而中小银行资产规模的增长主要依靠于投资业务的开展,因此,总资产和投资资产的增长在趋势上具有一定的同步性。从资产结构来看,中小银行贷款及同业资产占比有所下降,投资资产占比有所上升。自2017年以来,随着金融市场业务监管的加强(如资管新规、流动性新规、大额风险暴露管理办法等),中小银行负债端同业负债业务和资产端投资业务发展均受到限制,中小银行面临被动调整资产结构压力,投资资产增速放缓,投资资产占比也相应收缩,而在同业业务整顿、资管新规等一系列监管政策以及银行回归本源的趋势下,中小银行资产从"表外"回流"表内",从"非标""同业"等非信贷类资产回流到信贷类资产,导致同业资产占比呈下降趋势,贷款占比有所上升。

资产结构的调整在中小银行内部存在分化,尤其是农商行和城商行之间。具体来看,城商行由于在业务资质、监管和风险管理方面的比较优势,资产结构调整方面均先于农商行,且城商行的调整力度明显大于农商行。农商行作为跟随者,在资产结构调整上存在一定的滞后性,其背后原因主要包括:一是作为农信系统中的农信社,农商行普遍改制较晚,在金融市场业务资质及风险管理方面均有先天不足,因此其金融市场业务整体起步较晚,如广西、云南、贵州等经济欠发达地区的农商行;二是省联社和当地银监在农商行资金运用上控制较为严格,金融市场业务发展受限:三是农商行承担部分政策性

任务,如支农支小贷款投放,一定程度上使得其可用于发展投资业务的富余资金规模有限。从资产结构变动趋势来看,农商行由于金融市场业务起步相对较晚,因此其贷款在总资产中的占比相较于城商行来说较高,且一般高于投资资产占比,而城商行则相反。可以看出,重点发展投资业务对城商行贷款挤出效应更为明显。

除以上差异化外,农商行和城商行在大类资产结构调整 上具有一定相似性。在银行回归本源的趋势下,城商行及农商 行投资资产均有所压缩,贷款占比均有所提高。此外,城商行 及农商行通过配置部分流动性较好的利率债和同业存单等投 资资产替代同业资产满足自身流动性需求的同时,增加收益水 平,导致近年来城商行和农商行同业资产占比呈下降趋势。

但并非所有中小银行均遵循相似的结构调整模式,这部分中小银行主要包括两类:一类是在盲目加大力度发展金融市场业务过程中资产负债错配较为严重,导致其后期资产端的调整难度较大,只能继续刚性负债扩表,其共同特点是投资资产中配置较大规模期限相对较长的信托和资产计划产品,而这些非标资产压降难度大,只能被动持有至到期;另一类则是处于偏远县域地区的农商行或农信社,由于业务资格的限制目前尚未开展投资业务,其资产配置主要在贷款和同业资产中进行分配,因此因监管政策变动引起的资产结构调整压力不大。

贷款、投资资产等大类资产内部结构的调整

中小银行贷款投向逐年向零售端倾斜。近年来,在宏观经济增速放缓的影响下,我国实体经济发展不景气,公司类贷款违约率受经济周期波动影响较大,因此银行业金融机构尤其中小银行选择通过小额分散的贷款投放模式来缓解信贷业务风险,逐步向零售信贷业务转型。近年来,中小银行个人贷款占比呈上升趋势,主要体现在中小银行在个人按揭贷款、消费及经营性贷款投放的增长。此外,在互联网金融冲击下,部分中小城商行与信息技术公司或者其他商业银行合作开展"联合贷款"业务,也在一定程度上推高了零售信贷业务投放,进一步影响中小银行贷款投放结构。

城商银行和农商银行在信贷业务转型方法及效果上存在差异。农商银行营业网点大部分集中于农村乡镇,面临的客户主要是农户和小微企业主,其零售业务的基础客户群体市场

较大,业务转型相对较容易,主要以发放消费贷款及个人经营性贷款为主促进个人信贷业务规模的提升。城商银行营业网点主要集中于城区,在零售转型上一方面在客户群体拓展上逐步向下沉淀,另一方面,不断完善自身零售信贷产品,以发放个人住房按揭贷款以及消费贷款为主。总体看,在整体的信贷转型过程中,农商银行由于其自身客户基数大且沉淀性较好,零售转型速度相对较快。

中小银行逐步压降非标投资资产规模,其中城商银行在 投资业务内部结构的调整上面临较大阻力。2017年以来,在金 融去杠杆、资管新规等监管法规的影响下,中小银行逐步收缩 投资资产配置力度,提高信贷资金投放占比。与此同时,在投 资资产配置结构方面,受债券市场瑕疵事件频发、流动性管 理趋紧等因素影响,中小银行逐步压缩资管、信托等非标投资 资产投放力度,强化对利率债、政金债等高流动性债券资产 配置力度,投资资产结构向呈轻资本消耗、高流动性的特征 转化。从底层投资标的来看,为扩大资金利差、提高资金收益 水平,中小银行多选择房地产、两高一剩等具有贷款投放限制 性的行业来进行非标投资,2018年在大额风险全面暴露的影 响下,上述机构在将其纳入全面风险管理体系以控制风险暴 露,但联合资信注意到非标投资资产配置具有一定刚性,受 底层标的投资项目进程及资金利用周期的限制,上述资金投 放难以在短期内回溯,因此非标资产投资规模较大的城商行 在投资资产结构调整方面仍面临较大阻力。此外,少数中小 银行前期存在非洁净处置的不良贷款由应收款项类投资调至 贷款和垫款进行核算,也在一定程度上起到了降低非标资产 规模的作用。

信贷资产质量

我国商业银行在经历了前期的信贷业务结构调整、信用 风险管理体系逐步完善以及不良资产处置之后,2015年以来 整体信贷资产质量趋于稳定,国有商业银行和股份制银行的 不良贷款率甚至呈现下降的趋势。

中小商业银行中农村商业银行信贷资产质量下行态势较为明显,但2018年下半年以来不良贷款率的攀升得到遏制。相较于大型国有商业银行和股份制商业银行信贷资产质量的趋稳态势,农村商业银行不良贷款率较高且上升趋

势体现得较为明显,主要有以下原因:一是作为根植于县市 的地方性金融机构,农村商业银行区域性经营特征最为明 显,信贷业务的区域集中度高,风险无法有效分散,且面临 的客户大多数为抗风险能力弱、受宏观经济下行冲击大且 整体信用意识弱的小微企业主和农户,因此产生不良贷款 的比例高: 二是农村商业银行普遍风险管控意识及能力相 对薄弱、前期信贷投放较为粗放,因此资产质量历史包袱较 大,目前期贷款划分标准相对宽松(如仅将本金逾期贷款计 入逾期贷款而利息逾期未计入逾期贷款,部分逾期时间较 长的贷款未计入不良贷款),监管部门对于不良贷款认定标 准趋严、要求不良贷款如实体现必然使得农村商业银行不 良贷款快速暴露,不良贷款率攀升:三是大部分地区的省联 社对系统内的农村商业银行经营实行统一管理, 而部分省 联社自身有限的风险管控能力在一定程度上制约了当地农 村商业银行信贷业务的自主管理,例如部分省联社牵头农村 商业银行发放域外社团贷款,投向国家重点调控的政府融 资平台和房地产贷款,参团行对于社团贷款的信用风险把 控及后期资产处置难度较大,导致该地区农村商业银行不 良贷款率普遍上升。正是基于以上因素,农村商业银行在整 个商业银行体系中不良贷款率处于高位,并且上升态势较为 明显。但同时也需注意到,2018年下半年以来,农村商业银 行不良贷款率的攀升得到遏制并出现下降态势,这主要由于 农村商业银行按照监管部门及省联社的要求逐步真实暴露 不良资产、严格贷款划分标准,监管政策趋严对于农村商业 银行不良贷款率的影响已逐渐减弱;此外,农村商业银行回 归"支农支小"业务本源,通过"小额分散"来分散信用风险 以及不良贷款处置力度的加大也对其信贷资产质量的改善 起到一定积极作用。

城市商业银行信贷资产质量整体优于农村商业银行,但 其资产质量仍受到区域经济及客户结构的影响。相对农村商业 银行而言,城市商业银行一般拥有的企业客户基础较好,客户 资质和信用意识相对较强,加之风险管理水平相对农村商业 银行而言较高,信贷投放也更为规范,因此城市商业银行信 贷资产质量明显优于农村商业银行,不良贷款率水平接近大 型银行。但区域性经营的特点仍使部分城市商业银行资产质 量易受经营所在地产业结构及经济发展状况制约。2018年下 半年以来,监管部门要求金融机构加大对于民营企业和小微企业的支持力度,城市商业银行贷款投放客户有所下沉,对其信贷资产质量产生一定影响;此外表外不良回表压力也将给城商行信用风险管理带来一定挑战。

中小商业银行前期拨备水平整体较高,但2017年以来呈下滑态势,其中农村商业银行拨备水平下滑态势尤为明显。

从拨备情况来看,虽然监管下调了拨备要求,但大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行整体拨备覆盖率仍高于150%,但拨备覆盖率的变化趋势存在分化(详见图1);农村商业银行拨备覆盖率水平位于120%~150%。大型商业银行和股份制商业银行出于利润和业务发展的考虑,前期拨备水平一直保持在略高于监管要求红线150%的水平;2017年以来随着信贷资产质量的改善,拨备覆盖率整体呈上升趋势,且大型商业银行拨备水平的提升趋势较股份制商业银行更加明显。而中小银行基于风险考虑和监管要求,一般会超额计提拨备,因此前期拨备平均水平较高;但受信贷资产质量恶化、不良认定趋严导致不良贷款规模快速上升的影响,2017年以来拨备水平出现下滑趋势,特别是农村商业银行拨备水平下滑明显。因此,中小商业银行中农村商业银行在拨备计提上面临的压力最大,且受金融市场业务受限导致利润下滑等因素的影响,未来农村商业银行拨备水平的提升难度较高。

二、负债端分析

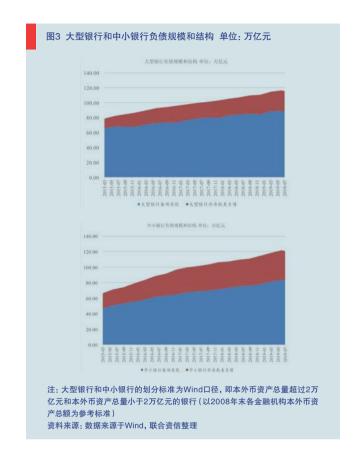
负债规模及结构

基于上文的分析我们得知,2017年之前,中小银行在资产 端主要通过发展投资业务来寻找新的收入增长点。自2017年



以来,监管层多次强调,"金融去杠杆"和"脱虚向实"是未来 货币政策和监管政策的主基调,且随着"三三四十"等金融市 场乱象排查及整治工作的开展,银行业"去杠杆"正式推进。 中小银行也在监管的政策导向下调整资产结构,投资资产增 速放缓,整体融资需求有所趋缓。我们可以通过计算权益乘 数来分析驱动银行规模扩张的因素, 若权益乘数上升讨快, 则表明该银行主要通过加大财务杠杆的方式来扩张规模。从 图2权益乘数的变化情况可以看出,近年来大型商业银行杠杆 水平始终低于行业平均水平; 城商行杠杆水平则明显高于行业 平均值,且2017年上半年之前杠杆水平明显上升,而农商行杠 杆水平始终略高于行业平均水平。2017年下半年至2018年末, 随着"金融去杠杆"等监管政策的收紧,银行业整体权益乘数 呈下降趋势,其中城市商业银行下降趋势最明显。2019年以 来,城商行和农商行的杠杆水平基本维持在稳定水平,表现出 "稳杠杆"的趋势。总体来看,各类银行整体杠杆水平处于近 五年内的低位。

大型银行和中小银行的负债结构存在差异,但"金融去杠杆"以来,均呈现出对非存款类负债比重加以控制的趋势。 从负债规模和结构来看,大型银行负债规模始终保持平稳增长态势,各项存款占负债总额的比重保持较高水平,存款的客户基础较为夯实(详见图3)。中小银行在2017年以前非存款类负债融资力度有所加大,占负债规模的比重呈上升趋势,负债规模实现了快速扩张;自2017年以来,随着金融去杠杆力度的加大以及对同业业务的监管趋严,中小银行同业负债及发行同业存单等市场资金融入业务受到限制,非存款类负债的占比回缩;同时,中小银行资产端亦受到结构调整压



力,投资资产增速放缓,这使得融资需求适当减弱,也使得负债规模增速趋缓。

从负债增速来看,城商行和农商行呈现一定的相似性,但城商行的波动更为明显。具体来看,2017年以来,无论是城商行还是农村金融机构,资产负债增速均呈现快速下滑的态势,在金融机构整体存款增速并未明显大幅放缓的情况下,表明同业负债增速在下降(详见图4)。但与农商行相比,城





商行大多靠同业资金驱动负债增长,权益乘数高,因此调整压力大,去杠杆的难度相对较高。此外,我们可以看出,随着负债增速的下降,2017年末、2018年初前后时间,城商行和农村金融机构均呈现出负债增速低于资产增速、负债增速低于银行业平均存款增速的情况。2019年开始,城商行及农村金融机构资产负债增速开始企稳回升,但2019年6月受包商银行事件影响,负债增速有所回落。

为了具体分析中小银行负债的构成情况,我们随机抽样了20家中小银行进行分析。整体来看,城商行和农商行负债结构差别较大,但各类负债比重的变化趋势一致性较强。从抽样结果中可以发现,近年来城商行及农商行均显示出市场资金融入力度的收缩,负债端客户存款的占比呈上升趋势,与上文结论一致,同时城商行客户存款占比始终低于农商行。对于农商行来说,受业务资质影响,早期整体业务发展较为滞后,客户存款相对能够满足资产端业务的资金需求,在去杠杆的进程中市场融入资金的收缩幅度更为明显。此外,我们可以看出,尽管同业业务监管趋严,城商行和农商行整体对同业存单的发行热情依旧不减,同业存单的占比呈上升趋势,其中城商行发行同业存单已经成为同业负债的主要来源。但农商行因为自身素质及外部信用级别等问题,同业存单占比较少,而更依赖传统同业负债(同业存放、卖出回购等)。

客户存款

客户存款作为银行的主要负债来源,具有融资成本低、稳定性好等优势,也是衡量银行核心负债的重要指标之一。 大型银行营业网点覆盖范围广,客户基础夯实,储蓄存款占比高,而中小型银行客户存款以单位存款为主。中小银行单位存款占客户存款总额的比重保持在60%以上,且以活期存款为主,稳定性较差,加之近年来在宏观经济增速放缓的影响下,企业经营效益有所减弱,对流动性资金的需求明显上升,导致单位存款增长较为乏力,亦对存款的增长产生一定负面影响。近年来,为了提升客户存款稳定性,中小银行通过加大个人存款营销力度、发行结构性存款等产品推进零售银行转型,个人存款规模和占比均呈增长趋势,客户存款结构有所调整。

对于城商行和农商行来说,客户存款结构存在较大差异。



由于目前只能获得2017年末数据,客户存款的结构特点不会在 短时间内突然改变,故我们选取数据节点到2017年末的数据对 城商行和农商行的存款结构特点进行分析。由于城商行营业网 点集中在市区,且通常能够得到当地政府等的支持,并获得一 定的对公客户资源,开展对公业务具有一定的优势,加之其对公 信贷业务能够带来一部分保证金存款,故城商行的客户存款来 源主要为单位存款。近年来,城商行单位存款增长趋缓,其纷 纷实施业务转型,加大了个人存款的营销力度,个人存款增长较 快,但占客户存款总额的比重仍然较小。

农商行则完全相反。农商行的营业网点大多集中在农村地区,且下沉至各乡、镇、村,面向的客户主要是三农、个体工商户和小微企业主等。农商行在农村地区凭借绝对的网点优势和较长的经营历史,能够在当地树立较高的品牌信任度和知名度。这使得农商行的客户基础更为夯实,客户存款主要来源于个人存款;由于农村地区产业化程度相对较低,规模化企业较少,农商行对公业务发展受到的局限较大,故单位存款占比较小。

我们在上文中已经分析过,中小银行(尤其是城商行)普遍零售业务较为薄弱,很难在短时间内成功转型,很多银

行是靠发行保本理财来提高客户黏性、稳固存款规模。由于资管新规正式落地后,表内业务和表外理财业务需要严格区分开,保本理财将正式成为历史,结构性存款和大额存单作为承接保本理财资金的工具,能够帮助银行维护客户资源,拓展资金来源,缓解揽储压力。从图5中可以看出,中小银行靠结构性存款吸引资金的趋势更明显。近年来,虽然大型银行和中小型银行的结构性存款均呈现较明显的上升趋势,但中小银行的上升速度更快,结构性存款余额也一直高于大型银行。

2018年,银保监会颁布的《商业银行理财业务监督管理办法》(中国银行保险监督管理委员会令2018年第6号)(以下简称"理财新规")对结构性存款作出定义,"结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款,通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩,使存款人在承担一定风险的基础上获得相应收益的产品"。这强调了商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格,且应当有真实的交易对手和交易行为。目前,部分中小银行尚不具备金融衍生品业务资质,其结构性存款多为通过设置一个难以实现的条件,来保证投资者获得较高利率收益的"假结构性存款"。理财新规的颁布,对于中小银行来说不啻为一个打击,相当于又少了一个吸引资金的手段,其揽储压力将继续加大。

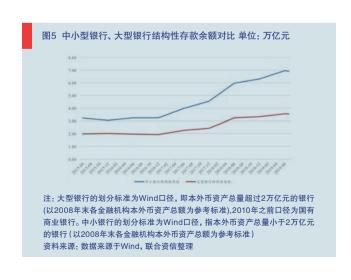
2019年,中国银保监会发布的《关于开展"巩固治乱象成果促进合规建设"工作的通知》(银保监发〔2019〕23号)

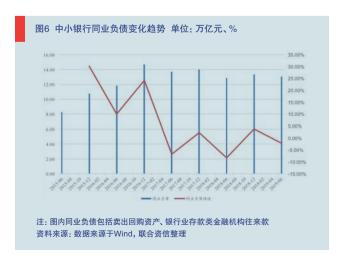
中也提到,部分结构性存款不真实,存在通过设置"假结构"变相高息揽储的情况"。目前部分地方监管机构已要求辖内银行开始自查和整改。受此影响,2019年以来,中小银行结构性存款余额略有下降。预计未来监管对于结构性存款的监管政策将逐步完善,中小银行结构性存款受到监管的力度将加大,部分不具备资格和技术能力的中小银行将无法继续通过"假结构性存款"进行揽储,进一步提升了该类银行负债端的压力。

非存款类负债

中小银行非存款类负债主要由吸收同业存放款项、拆入资金、卖出回购和发行债券类融资工具构成,其中前三种方式归类为传统同业负债。相对于债券融资工具来讲,通过吸收同业资金融资的方式更为灵活。从图6可以看出,2017年以前,随着融资需求的上升,中小银行同业负债呈快速增长态势;另一方面,部分银行通过加大主动负债力度,实现资产负债规模的快速扩大。

2018年以来,一行三会联合发布的《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》(银发〔2017〕302号,以下简称302号文)对机构开展正回购和逆回购的比例进行统一要求,即限制机构盲目加杠杆的行为,也限制机构过度融出资金的行为。随着监管加强了对同业业务的管理,同业负债融资规模整体上受到一定的制约,中小银行同业负债增速明显放缓,并呈现负增长。





从债券类融资工具来看,中小型银行主要通过发行同业 存单以及金融债券的方式来丰富融资渠道。从债券市场发行 情况来看,由于同业存单推出时间较晚,2015年以前银行主 要通过发行金融债券的方式拓展融资渠道,同时由于金融 债券发行期限在3~5年期,有助于中小银行拉长负债久期。 银行同业存单于2013年推出,发行期限在1年以内,具有审 批流程简便、市场化利率、流动性较好且信用风险较低等特 点, 机构投资者的认可度较高: 2015年7月以来, 随着融资需 求的上升,债券市场同业存单发行规模显著上升,成为了中小 型银行主动负债管理的重要工具。

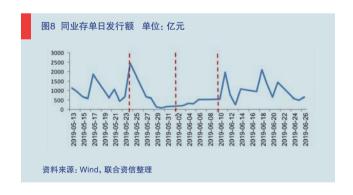
2017年,原银监会下发了《关于开展银行业"不当创新、 不当交易、不当激励、不当收费"专项治理工作的通知》(银 监办发〔2019〕53号文),要求银行对以下事项进行自查:"若 将商业银行所持有的同业存单计入同业融出资金余额,是 否超过银行一级资本的50%; 若将商业银行发行的同业存单 计入同业融入资金余额,是否超过银行负债总额的三分之 一。" 同业负债(含同业存单)占负债总额的比重受到监管 指标"不超过负债总额三分之一"的限制。

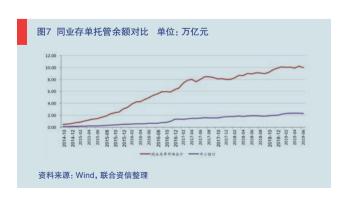
近年来,在同业业务监管趋严的背景下,中小同业存单 发行规模仍呈上升趋势,但从图7我们可以看出,2017年之 后,中小银行同业存单发行规模增速有所放缓。

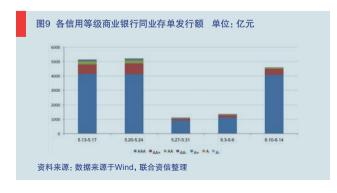
我国同业存单市场一直存在政府的隐性担保,投资者 认为银行的债务是无风险的,即便银行自身无法偿还债务, 政府也会最终兜底,这便是同业存单市场的刚兑。2019年5月 24日,在人民银行、银保监会联合发布接管包商银行并拒绝 100%兑付包商银行的同业负债之后,同业存单市场刚兑被打 破。从图8我们可以看出,5月24日包商银行被接管之后,同业

存单发行规模骤降: 6月2日, 人民银行在答记者问中指出包 商银行是个案,没有接管其他金融机构的打算之后,市场回 暖,但同业存单仍未回复到包商事件之前的发行规模:6月10 日,锦州银行最新一期同业存单由支持工具提供信用增进, 市场进一步升温,同业存单发行规模快速增长并在之后的一 周内基本回到了包商事件之前的发行规模。

本次包商事件打破刚兑之后,银行个体信用级别取代了 政府信用,不同信用等级的商业银行同业存单发行情况出现了 明显分化, 低评级的中小银行同业存单发行难度明显上升, 同 业融资难度有所加大,流动性分层情况更为明显。从图9来看, 主体信用级别为AAA的商业银行同业存单发行规模占比最 高,发行规模在5月27日—6月6日区间内迅速回落,在6月10日 至6月14日发行规模又重新回到了包商事件发生之前的水平, 受包商事件影响较小。主体信用级别为AA+的商业银行同业 存单发行规模在经历快速下滑之后,于6月10日—6月14日区间 内快速回升,但仍未恢复到包商事件之前的水平。对于主体信 用等级在AA-A-的商业银行,其同业存单发行规模在于6月10 日一6月14日区间内仍处于较低水平。从发行认购率来看,在 5月24日至5月31日这一区间内,认购率受到包商事件影响最小







的是信用级别为A-的银行,主要原因是其同业存单发行规模小;其次是信用级别为AAA的银行,其偿债能力最强,在本次事件的冲击下,市场偏好购买高评级的同业存单;代表中小银行的信用等级在AA+及以下的商业银行,受包商事件的冲击较大。

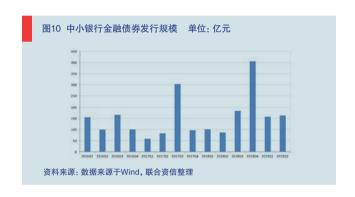
总体看,包商事件之后,在同业刚兑被打破的背景下,尽管同业存单发行规模已逐步回升至事件发生之前的水平,但同业存单市场出现了流动性分层的情况。出于避险心理,市场偏好投资高评级的同业存单,而低评级的同业存单发行量和认购率均处于低位,中小银行在同业存单市场融资难度加大。

鉴于同业存单发行难度加大,中小银行加大了金融债券的发行量,以改善自身的负债期限,提升流动性水平。从图10中可以看出,中小银行2019年上半年金融债券的发行量较之前年度同比有明显增长。

展望农商行、城商行的负债变化趋势——取决于存款基础

近年来,在存款基础方面,农村金融机构依靠自身在农村地区良好的客户基础,客户存款仍为其主要负债来源,负

债端结构调整的压力不大,在保持原有客户存款结构的基础上同业负债仍具有一定增长空间,且可调整性强。相比之下,城商行的存款基础相对薄弱,前期发展多以扩大同业负债的形式推动负债规模的快速增长,在同业业务"强监管"以及同业存单市场融资难度加大的背景下,会持续加强控制同业资金在负债总额中的占比。未来,对于某些同业负债占比已经徘徊在监管红线且存款客户基础不强的城商行来说,负债规模的高速增长将难以为继。



严监管态势下商业银行资产负债表及信用水平的变化

文 | 联合信用评级有限公司 金融机构部

一、监管政策梳理

2016年下半年,监管层提出关于商业银行表外业务风险管理、商业银行押品等征求意见稿,虽是征求意见稿,但表明监管开始排查会引发系统性风险的表外理财、委外等业务。2017年监管态势逐步趋严,年初人民银行将差别准备金动态调整机制"升级"为MPA,从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境业务风险、信贷政策执行情况等七个方面引导银行业金融机构加强自我约束和自律管

理。2017年下半年,银监会开展"三三四十"检查,主要包括同业业务、投资业务理财业务的合规检查;12月银监会提出《关于规范银信类业务的通知》要求商业银行不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表。2018年上半年监管下发《商业银行流动性风险管理办法》《商业银行大额风险管理办法》,要求商业银行夯实流动性风险管理基础,提高风险抵御能力,引导银行回归本源、专注主业,弱化对同业业务的依赖,提高中小企业信贷可获得性,改善信贷资源配置效率,降低系统性风险。2018年下半年监管下发《商业银

行理财业务监督管理办法》《委托贷款管理办法》等政策,目的在于调整商业银行资产结构,严格控制商业银行投资业务、同业业务等资金空转等现象。2019年上半年商业银行整体行业风险排查力度依然较大,5月发布《开展"巩固治乱象成果促进合规建设"工作通知》,延续了规范银行股权管理、信贷投放、风险管理等领域,同时新增结构性存款、票据业务等方面,强调防风险与稳增长相结合,有利于商业银行高质量稳健发展。整体看,商业银行监管政策以金融"去杠杆"为主,其目的控制商业银行资产增速,减少通道业务和脱实向需的业务,防止引发系统性风险。虽然2019年上半年出现的包商银行出现信用风险被接托管,后续锦州银行重组引入战略投资者,到推动恒丰银行市场改革措施等信用风险事件,但整体银行业金融机构内生动力不断增强,风险得到有效防控,行业生态持续修复,金融服务实体经济能力不断提升。

二、商业银行资产及负债端分析

近三年,我国商业银行资产增速明显放缓,各类型银行资产增速分化减小;资产增长由投资资产拉动转为贷款拉动;各类银行均压降同业资产占比,提高贷款占比,股份制银行贷款占比提升最为明显;城商行和股份制银行投资资产占比有所下降,但城商行投资资产占比仍为最高。

2017年之前,我国中小银行在前期发展过程中呈快速 增长的态势,城商行资产体量迅速扩大,2016年资产增速 维持在25%上下: 农商行也在相关政策的指导下分批进行 改制,增速亦高于商业银行整体增速。2017年以来,中国 银保监会持续推进防风险、治乱象工作,遏制了商业银行 资产高速扩张,商业银行资产增速大幅下滑,不同类型的 银行资产规模增速分化较大。对比2016年末和2017年末 资产增长率情况,股份制银行资产增速下滑14.12个百分点 (2016年: 17.54%, 2017年: 3.42%), 城商行资产增速亦下 滑12.18个百分点(2016年: 24.52%, 2017年: 12.34%),农村 金融机构增速下降6.73个百分点(2016年: 16.51%, 2017年: 9.78%),大型商业银行较为稳定,增速下降3.61个百分点 (2016年: 10.79%, 2017年: 7.18%)。随着监管进入稳杠杆 阶段,2018年全年商业银行资产增速趋于平稳,2019年上半 年,商业银行资产增速企稳回升,各类型银行资产规模增 谏分化较小。

为分析商业银行资产配置情况,本文选取A股或港股上市银行作为样本银行(因港股上市银行锦州银行尚未披露2018年年报,为保持数据的可比性,本文样本银行不含锦州银行),共计49家银行。本文将银行资产分为同业资产、发放贷款及垫款、投资资产和其他类资产。其中,同业资产包括存放同业及其他金融机构款项、拆出资金和买入返售金融资产;投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售

表1 2016—2019年7月商业银行监管政策对各业务的监管情况梳理

主要内容	监管要点	主要政策文件		
	加大对消费领域、科技创新等支持	关于加大对新消费领域金融支持、开展科创企业投贷联动		
宏观政策执行	严控违规新增钢铁煤炭产能的信贷投放	关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见		
公外以来7/11]	围绕"三去一降一补",提升银行业服务实体经济水平	关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见		
	持续优化金融服务体系,精准有效开展民营企业授信业务	关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知		
投资业务	不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表	关于规范银信类业务的通知		
股权管理	规范股东资质、非自有资金入股、股权代持等问题	商业银行股权管理办法		
票据业务	自查制度建设、合规管理、风险管理、流程及系统控制等	关于开展银行业"违法、违规、伟章"行为专项治理的工作		
不良贷款	真实暴露不良贷款金额、监管趋严	逾期90天以上贷款纳入不良贷款		
同业业务	同业资金经过多层嵌套违规向限制性领域、实行底层资产严格穿透	关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知		
	打破"刚兑"、严格区分公募、私募理财产品;净值化管理	商业银行理财业务监督管理办法		
 委托贷款	严控 "委托贷款" 资金流向	商业银行委托贷款管理办法		

数据来源:银保监会,联合评级整理

金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资和长期股权投资等金融投资资产。

总体看,2016年各类样本银行资产均呈现较高的增速, 资产的增长主要依靠的是投资资产的拉动,除了国有大行, 其他各类银行投资资产对资产增量的贡献度均高于贷款的 贡献度。尤其是城商行,2016年投资资产增量占资产增量的 74.43%: 股份制银行和农商行投资资产增量对资产增量的 贡献亦均超过50%。但2017年以来,各类银行的贷款占比均 有较为明显的提高,贷款投放成为银行资产增长的主要来 源。2018年,国有大行、股份制银行、城商行和农商行贷款 增量对资产增量的贡献度分别为70.17%、139.78%、89.39% 和108.33%, 而2016年则分别为49.47%、43.61%、25.80%和 29.93%, 可以看出银行整体向本源回归。同时, 2017年以来, 在整治同业乱象、避免资金空转、引导同业回归流动性管理 的本源的监管背景下,股份制银行、城商行以及农商行也在 压降同业资产的规模。值得注意的是,2017年股份制银行投 资资产规模有较大幅度的下降,2018年投资资产依旧保持负 增长的态势。

具体看,近三年,受贷款投放拉动资产增长以及压缩 同业资产的影响,各类样本银行贷款占比均呈增长趋势,同 业资产的占比均呈下降趋势,投资资产占比有所分化,各类 样本银行资产配置分化较大。国有大行近三年资产结构基 本保持稳定,贷款是最主要的构成部分,占比保持在50%以 上; 投资资产占比保持在25%~28%, 投资资产占比在各类 银行中最低。样本股份制银行资产结构变化较大,贷款占 比由2016年末的44.18%提高了8.84个百分点至2018年末的 53.02%, 投资资产占比也逐步下降至31.44%(2018年末)。 虽然2018年末贷款占比提高至40.71%、投资资产占比下降至 42.97%,但样本城商行投资资产占比仍在各类银行中排名 第一。虽然本文选取的样本农商行的投资资产占比在30%左 右,但实际上,农商行由于金融市场业务普遍起步较晚,同 时受省联社以及当地银监局对其资金运用较为严格的控制 等先天原因,农商行整体投资资产占比仍较低,而贷款占比 则较高。

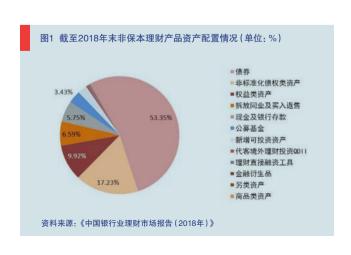
银行表外理财方面,随着"资管新规""理财新规"和《商业银行理财子公司管理办法》等监管文件连续出台,

2018年被称为资管元年。根据银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告(2018年)》(以下简称《2018年理财年报》),截至2018年末,非保本理财产品4.8万只,存续余额22.04万亿元,与2017年底基本持平,银行理财产品余额总体平稳,未出现大幅波动。但同业理财规模与占比保持"双降",截至2018年末,全市场金融同业类产品存续余额(包括保本和非保本类产品)1.22万亿元,较2017年末减少2.04万亿元,降幅62.57%;占全部理财产品存续余额的3.80%,占比较上年末下降7.21个百分点,表明"资金空转"现象明显减少。

从非保本理财产品资产配置情况看,根据《2018年理财年报》披露的数据,截至2018年末,债券占比最高,为53.35%,较2017年末提高11.16个百分点;非标准化债券类资产占比17.23%,较2017年末提高1.01个百分点(详见图1)。

随着金融去杠杆的推进,银行杠杆水平有所下降;各类银行同业负债占比整体呈下降趋势,国有大行同业负债占比最低,股份制银行同业负债占比最高;同业存单仍是商业银行市场融资的主要手段,但同业存单发行逐步降温,农商行同业存单发行量降幅最为明显。

通过对商业银行资产端增速的分析发现,2016年银行资产增速处于较高水平,2017年整体呈下滑趋势,2018年趋稳,2019年上半年有所回升。本文通过权益系数分析驱动银行规模增长的因素,2016年银行整体权益系数呈现增长的趋势,说明银行主要通过加大财务杠杆的方式扩张规模;而2017年以后,随着金融去杠杆的推进,银行整体权益系数呈现下降



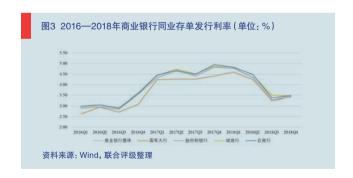
的趋势,银行杠杆水平有所下降。从图2可以发现,近年来,大 型商业银行整体杠杆水平低于行业平均水平, 股份制银行和 城商行远高于行业平均水平,农村金融机构基本与行业平均 水平保持一致,但各类银行杠杆水平的差距在缩小。

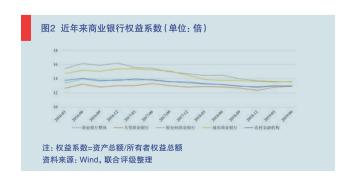
通过对全市场商业银行同业存单及债券发行量统计发 现,同业存单仍是商业银行市场融资的主要手段。对于客户存 款占比相对较低的股份制银行和城商行来说,发行同业存单 是其主动负债管理的重要工具,近年来股份制银行和城商行 同业存单发行量占全市场发行量的比重维持在40%左右。在传 统同业负债规模压缩以及存款增长乏力的环境下,2017年商业 银行同业存单发行规模同比大幅增长55.22%。但自2018年一季 度监管机构将部分银行同业存单纳入MPA考核以来,银行同 业存单发行逐步降温,2018发行量同比增长4.97%;事实上,除 了国有大行外同业存单发行量大幅增长外,股份制银行和城 商行发行量略有下降,农商行降幅最为明显,为11.00%。

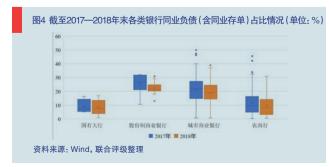
从融资成本看,受市场流动性的影响,从2016年四季度 开始同业存单发行利率开始上行,并于2017年保持在相对高 位: 2018年人民银行通过四次降准和增量开展中期借贷便利 (MFL)操作等措施提供中长期流动性6万亿元,货币市场保 持流动性合理充裕, 同业存单发行利率也呈下行趋势并稳定 在相对较低水平。除国有大行具有较为明显的发行利率优势 外,其他类银行同业存单发行利率水平差距不大(详见图3)。

银行负债结构方面,本文对样本银行的负债结构进行 横向及纵向对比发现,近年来,各类银行存款占比基本保持 稳中有升的趋势,但是占比整体变化不大,同业负债占比均 有较为明显的下降,应付债券占比则有所提高。具体看,各 类型银行的负债结构分化情况仍较为明显。国有大行的存款 占比最高,基本稳定在八成左右:农商行次之,存款占比超 过七成: 城商行存款略高于股份制银行, 但均在六成左右, 对市场融入资金(包括同业负债和应付债券)的依赖度高。 2017年以来随着监管加强对同业业务的管理,各类银行的同 业负债均有所压缩,其中股份制银行、城商行和农商行传统 同业负债占比下降幅度较大。为弥补传统同业负债规模压缩 带来的影响,各类银行的应付债券占比均呈增长趋势,其中 城商行和农商行应付债券表现出较大幅度的增长。

为了更全面地反映金融机构对同业融资 的依赖程度,引 导金融机构做好流动性管理,央行自2018年一季度起,将资产 规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA 同业负债占比指标进行考核,单家商业银行同业融入资金余 额不得超过该银行负债总额的三分之一。本文对发行过同业 存单的商业银行主体的新口径同业负债(含同业存单)占负债 总额的比重进行统计发现,2018年以来,各类银行新口径同业 负债的占比整体呈下降趋势,但各类银行分化仍较大。国有 商业银行的新口径同业负债占比整体水平最低, 主要在14%以 内; 农商行次之, 主要集中于3%~14%; 股份制银行整体占比最 高,集中于20%~25%: 城商行整体水平排名第二,但城商行内 部分化较大,集中干14%~25%。2018年末,各类银行新口径同 业负债基本上低于 "三分之一"的监管红线(详见图4)。







三、商业银行信用水平变化

商业银行资产质量、拨备充足性、资本充足性和盈利能力 是影响商业银行信用水平的几个重要因素。近年来,城商行、 农商行不良贷款率逐步增高,大型商业银行、股份制银行不良 处于降低趋势;城商行、农商行拨备覆盖率低于国有行和股份 制银行。

本文选取不良贷款率、拨备覆盖率、资本充足率、净息 差分别代表银行资产质量、资本充足性和盈利能力的监管 指标,这些监管指标对商业信用水平影响较大。分银行类型 来看,大型商业银行几乎不受金融"去杠杆"的影响,整体不 良贷款率从2016年末的1.68%下降至2019年6月末的1.26%, 拨备覆盖率从2016年末的162.61%上升至2019年6月末的 250.69%, 始终保持行业较好水平: 股份制银行不良贷款率 处于微小幅下降趋势,从2016年末的1.74%下降至2019年6月 末的1.67%, 拨备覆盖率从2016年末的170.40%上升至2019年 6月末的193.01%,整体资产质量劣于大型商业银行。城商行 和农商行受金融"去杠杆"以及各监管政策的影响大,主要 由于此类型的商业银行资产规模处于行业中下水平,其开展 业务的范围都具有区域化的特征, 抗风险能力及适应监管 政策能力较弱。从资产质量来看,城商行不良贷款率从2016 年末的1.48%增至2019年6月末的2.30%, 农商行从2016年末 的2.49%上升至2019年6月末的3.95%,除了信用风险受宏观 经济影响加速暴露外, 监管将"逾期90天以上贷款纳入不良 贷款"的规定也是不良贷款率大幅增长的原因之一。

资产增速处于高位的商业银行在金融环境趋严下资本充足率明显承压,2018年开始商业银行二级资本债、可转债和优先股发行量明显上升,各项配套资本补充的政策逐一下发,以此缓解资本补充压力。2018年以来各类银行净息差均有所提高。由于农商行主要以传统存贷款业务为主,个人客户占比较大,大部分客户群体对利率变动敏感度低,负债端成本相对较低,其净息差远高于其他类银行。

从资本充足率来看,大型商业银行资本充足率始终保持稳步增长趋势,从2016年的14.23%上升至2019年6月末为15.66%,主要由于大型商业银行整体信用级别处于高级别,直接融资渠道畅通,补充资本能力强。股份制银行资本充足

率亦处于稳步增长趋势,从2016年的11.62%增至2019年6月末12.73%,但业务规模快速增长导致对资本的过度消耗,资本充足率处于行业低位,截至2019年6月末仅高于城商行0.30个百分点。2016—2018年末,城商行资本充足率告别小幅增长态势后2019年上半年出现下滑至12.43%,处于行业最低水平。农商行资本充足率始终保持下降趋势,2019年6月末为12.98%,较2016年末下降0.50个百分点。

商业银行通过上市、普通股增发、优先股、可转债和二级资本债等方式补充资本。近三年,从商业银行发行债券总金额来看,2017年债券发行金额出现翻倍式增长至9111.20亿元,2018年仍保持此债券发行规模。从发行的债券品种来看,2017年商业银行二级资本债占债券发行总额52.73%,同比增加14.50个百分点。经过一轮资本"补血",2017年商业银行资本充足率和一级资本充足率分别为13.65%和11.35%,较2016年分别上升0.37和0.10个百分点。随着严监管的持续推进,《资管新规》《银行理财子公司管理办法》等一系列对资本占用的监管政策的下发,2019年上半年,商业银行发行债券金额达7043.00亿元,占2018年全年商业银行发行债券金额的75.79%,二级资本债占债券发行总额比重达65.21%,商业银行开始了新一轮的资本补充,截至2019年6月末,商业银行资本充足率为14.12%,较年初小幅下降0.08个百分点。

2016年共有8家银行上市,分别为江苏银行、贵阳银行、 江阴银行、无锡银行、常熟银行、杭州银行、上海银行和苏农银行,均为江浙一带区域性经济的商业银行。2017年受IPO发审政策趋严影响,仅有1家银行成功上市;2018年上市银行3家,均为城商行;2019年截至目前有4家银行上市,银行通过上市缓解资本压力受市场监管影响较大。2019年上半年商业银行可转债发行金额达860.00亿元,较年初成倍增加,优先股发行金额1030.00亿元,较年初增加42.07%。2019年7月,银保监会、证监会将优先股的发行条件放宽:股东人数累计超过200人的非上市银行,在满足发行条件和审慎监管要求的前提下,将无须在"新三板"挂牌即可直接发行优先股,此次政策的利好将进一步缓解中小银行的资本补充压力。

净息差方面,2018年以来各类银行净息差均有所提高。 由于农商行主要以传统存贷款业务为主,个人客户占比较大, 大部分客户群体对利率变动敏感度低,负债端成本相对较 低,其净息差远高于其他类银行,近年来维持3.00%左右。 2018年,大型商业银行、股份制银行和城市商业银行净息差 分别为2.14%、1.92%和2.01%,同比分别提高0.07、0.09和0.07 个百分点。

2016年以来,各类银行资产收益率整体呈下降趋势,农商行的下降幅度最大,由2016年的1.01%下降至2018年的0.84%。分银行类型看,大型商业银行的资产收益率最高,2018年为1.00%;城商行的资产收益率最低,2018年为0.74%;股份制银行和农商行2018年资产收益率均为0.84%。

商业银行整体信用水平呈稳中有升态势,但受金融"去杠杆"的背景下,抗风险能力较差的中小银行主体被下调级别较多,以农商行为主,区域集中于山西、东北、山东、贵州等地。

2016—2019年7月,商业银行主体级别共发生329个变动(包括展望调整),其中主体级别上调290个,主体级别下调39个,商业银行整体信用水平处于稳中有升趋势。分年份来看,2016年监管政策主要以修订征求意见稿、支持消费金融、科创企业等新兴领域的政策支持文件为主,商业银行整体信用水平稳定,共有53家银行主体级别上调、3家商业银行主体级别下调,主体级别变动数量是近三年中最少的一年。2017年商业银行整体水平处于上升趋势,全年主体级别被调高的商业银行123家,主体级别被下调的为7家(均为农商行)。2017—2019年上半年严监管态势导致信用环境趋紧,中小银行抗风险能力低,2018年商业银行主体级别被下调16家,1家城商行,15家农商行。2019年上半年主体评级被下调的银行13家均为农商行,从下调的银行来看,区域集中于山西、东北、山东、贵州等地。

2016—2019年7月,从主体级别被上调商业银行来看,由AA+上调至AAA的主体41个,其中城商行占比80.49%,(除包商银行特别调整外);由AA上调至AA+的主体66个,其中城商行占比71.21%;由AA-上调至AA的主体62个,其中农商行占比60.29%;由A+上调至AA-的主体51个、由A上调至A+的主体42个,其中农商行占比均超过95.00%。

由于农商行区域经营的特点,且所处地理位置为地级市、县域、村镇等地区,整体业务规模小、抗风险能力低,在经历宏观环境以及监管政策的调整后,存在信用水平变化明显,主体级别下调等现象。大型商业银行、股份制银行以

及重要省市级的城商行资产规模处于行业前列,除资产规模明显增速放缓外,资产质量、拨备充足率都处于行业较好水平,整体信用水平无明显大的变化。2019年上半年,由于包商银行出现信用风险被接托管,后续锦州银行重组引入战略投资者,到推动恒丰银行市场改革措施有序稳定落地,严监管态势下对中小银行有一定的信用冲击,银保监会也在对高风险机构实行"名单制"管理,在摸清风险底情况下,使中小型机构走上良性的发展道路。

四、展望

商业银行业是国家经济体系的重要组成部分,因此监管层 通过制定各项监管政策约束、引导银行各项业务发展,并最终 反映到银行的资产、负债、资本充足率和盈利能力,监管政策也 是信用评级方法中影响商业银行信用级别的重要因素之一。

从严监管推进时间来看,2017年商业银行资产端端增速开始放缓,国有行和股份制银行资产端以贷款业务为主、城商行投资资产占比超过贷款资产占比,随着严监管治乱象的推进,高风险金融资产压缩明显,商业银行资产增长由投资资产拉动转为贷款拉动。商业银行负债端增速同样告别高速增长态势,主要系同业负债不得超过负债三分之一的考核监管影响,同业存单发行逐渐降温,商业负债端结构开始增加自身吸储能力和发行金融债等负债管理方式,拉长其久期以防止系统性风险。

从商业银行资产增速、负债端变化、资产质量、资本充足性和净息差等主要影响商业银行信用水平的指标综合来看,大型商业银行、股份制银行自身业务规模大、资产质量保持较好水平以及受监管政策的影响程度较小,可以看出整体信用水平无明显大的变化,反而农商行自身业务规模小,资产质量出现明显区域化特征以及受监管政策影响大,信用水平出现明显恶化,部分地区农商行出现监管指标不达标的情况。

预计未来,国家对商业银行的严监管态势依旧保持不变,以稳定金融环境为前提,严格管控商业银行资产的无序扩张,压缩同业资产,为支持实体企业贷款腾挪空间。部分商业银行资产规模、资产质量、资本充足率等处于行业中下游的企业,在严监管的态势下经营风险加剧,需要长时间利润的补给化解经济下行、盲目扩张带来的风险隐患。

从《证券公司股权管理规定》 看股东对于证券公司信用水平的影响

文 | 联合信用评级有限公司 金融机构部

一、证券公司股权管理规定

《证券公司股权管理规定》明确证券公司分类管理,引导行业差异化、特色化、专业化发展;22家证券公司控股股东暂不符合《股权规定》,中小证券公司受影响较大。

2019年7月,证监会发布《证券公司股权管理规定》(以下简称《股权规定》)及《关于实施<证券公司股权管理规定 >有关问题的规定》(以下简称《配套规定》)。《股权规定》明确了对证券公司的分类管理安排,根据证券公司业务风险及复杂程度,明确将证券公司分为两类:从事常规传统证券业务的专业类证券公司,和从事具有杠杆性质且多项业务存在交叉风险的综合类证券公司²。其中,由于综合类业务资本消耗较大,且具有风险传递的特性,要求主要股东和控股股东³具备较高的管控水平和资本补充能力。

根据《股权规定》,综合类证券公司控股股东总资产应不低于500亿元,净资产不低于200亿元,同时连续5年盈利; 主要股东净资产不低于2亿元,连续3年盈利。专业类证券公司的主要股东和控股股东只需具备《证券法》《证券公司监督管理条例》等规定的基本条件。

从我国证券公司经营来看,多数证券公司存在杠杆性质业务,而根据《股权规定》,经营此类业务的证券公司控股股东需要满足总资产不低于500亿元人民币,净资产不低于200亿元。根据联合评级⁴统计,全行业98家证券公司中,25家证券公司无控股股东,此类证券公司暂不受《股权规定》的

影响,符合其规定。拥有控股股东的证券公司为73家,除14家证券公司控股股东数据缺失外,其余59家证券公司中,22家证券公司控股股东不符合《股权规定》中规定,不符合规定比例为37.29%。根据证券公司净资产排名分析不符合《股权规定》的证券公司分布情况,净资产规模前40名证券公司有2家不符合,排名第41名及之后的证券公司共20家。由此可见《股权规定》将主要对中小型证券公司产生较大影响,如控股股东在过渡期内不能满足监管标准,未来将不能开展具有杠杆性质业务,逐步向专业类证券公司转型或引入更有实力股东。从而从监管角度引导不同类型证券公司实现差异化、特色化、专业化发展,也有利于控制行业整体风险。

二、股东对行业格局的影响

证券公司行业具有较高的市场集中度;而《股权规定》的出台将进一步增强大型证券公司综合实力,加剧证券公司分化局面,行业集中度将进一步提升。

近年来,我国经济增速逐步放缓,证券市场波动加剧,在不利市场环境下,证券公司经营业绩分化更加明显,行业集中度进一步提升。根据2019年6月底净资产规模排名,前十大证券公司的营业收入和净利润占比逐年提升,而总资产和净资产规模在行业中占比较为稳定,大型券商逆周期环境下资产运营能力强于中小证券公司。数据显示,2014—2019年前6月,前十大证券公司总资产和净资产在行业中占比分别维持

¹如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等。

²业务范围除传统证券业务外,还包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等复杂业务。

³《股权规定》将股东分为四类:控股股东、主要股东、持有 5% 以上股权的股东和持有 5% 以下股权的股东,具体请参见《股权规定》中说明。

⁴按《股权规定》最低要求统计,仅统计时点数据(总资产、净资产)。

在60%和50%左右,而营业收入占比由2014年的53.36%提升至2019年上半年的65.76%,净利润由2014年的57.30%提升至2018年的73.32%,2019年以来随着证券市场回暖,中小证券公司盈利规模回升,前十大证券公司净利润占比有所下降。

从细分业务领域来看,根据Wind数据,截至2018年底,除了股权承销业务外,前十大证券公司其他各项业务市场份额均集中在40%以上;而前30名和前40名证券公司在市场份额上的差距并不明显,差距仅为5%左右。由此可见,证券公司行业各细分业务市场集中度很高,大、中、小型证券公司业务发展呈现分化局面。而随着《股权规定》的实施,综合类证券公司将依靠强大的股东背景及目前的市场竞争力,进一步做大做强,导致证券公司分化局面更加显著。

股东实力较弱的证券公司在具有杠杆性质且多项业务存在交叉风险的业务方面受限,政策引导此类证券公司向专业化经营方向转型或带来行业整合兼并。

根据《股权规定》,综合类证券公司具有从事具有杠杆性质且多项业务存在交叉风险业务的资质,主要包括股票质押和衍生品交易业务等资本中介类业务。近年来,证券公司股票质押回购业务不断发展,但该业务受市场风险和信用风险影响较大,一旦发生股价下跌、履约担保比例下滑,证券公司将面临资金损失的风险。2018年,国内股市出现较大跌幅,部分证券公司股票质押业务出现大额信用资产减值,对盈利能力造成不利影响,同时使我国证券市场遭受系统性风险。《股权规定》出台后将限制股东实力较弱的证券公司开展此类高风险业务。而这一规定将继续增加股东背景较强的综合类证券公司在此类业务的市场份额,证券公司分化局面继续加剧。

另一方面,《股权规定》可能带来行业整合兼并。近年来,证券公司行业并购带来的行业整合时有发生,主要通过并购弥补自身业务软肋,提升整体业务规模,达到业务协同发展的双赢局面。如华泰证券收购联合证券,宏源与申万合并,方正证券收购民族证券,中信证券收购万通证券以及近期的中信证券并购广州证券等。《股权规定》将使股东实力较弱的中小证券公司进一步寻求同行业整合兼并机会。此外,引入强有力的股东也是此类证券公司的发展道路之一,通过引入股东获取更稳定的资本实力和股东支持。或者,转

型为具有特色的专业化的证券经营机构,从而提升行业差异化经营水平,增强证券公司行业整体竞争力。

三、股东对行业信用水平的影响

《股权规定》提高了控股股东的准入门槛,实质上是提高了股东的外部支持能力,有利于证券公司行业信用水平的提升。

在宏观经济下行压力较大,市场风险加剧的环境下出台《股权规定》,为综合类证券公司制定了较高的准入门槛,对股东进行严监管,强调了股东在证券公司风险防范和资本补充方面的作用;也是顺应顶层设计防风险、去杠杆以及金融供给侧改革的要求。

从评级逻辑来看,股东对证券公司支持作用主要体现在股东对于证券公司的隐性支持,如品牌地位、业务资源、风险偏好和管理、人力资源支持等;以及股东对证券公司流动性支持、资本金补充等方面。评级机构主要通过股东自身实力和证券公司对于股东的重要性来考察股东支持能力和支持意愿两方面。《股权规定》提高了控股股东的准入门槛,实质上是提高了股东的外部支持能力,有利于证券公司行业信用水平的提升。

本文将对比分析符合《股权规定》的证券公司及不符合的证券公司的股东对于其发展及信用水平的影响。

股东的支持作用

根据《证券公司股权管理规定》,我们将证券公司分为股东符合和暂时不符合两类(以下简称"达标证券公司"和"未达标证券公司"),并从资本补充、业务经营、盈利能力及业绩稳定性等四方面对比分析证券公司股东的支持作用。

本文选取了具有控股股东且具有股东数据的59家证券公司作为样本数据,其中符合《股权规定》控股股东要求的证券公司为37家,暂时不符合控股股东要求的证券公司为22家。

得益于股东更强大的资本实力和筹措资金的能力, 达标证券公司在资本实力、增资规模和增资幅度方面较未达标证券公司具有明显优势, 充足的资本实力使其具有更好的抗风险能力和业务发展实力。

证券公司资本实力对于其发展至关重要,而为证券公司提供稳定的资本金是股东对子公司最直接和显著的支持。《股权规定》中也明确了由于综合类业务资本消耗较大且具有风险传递的特性,要求主要股东和控股股东具备较高的管控水平和资本补充能力。

从增资家数和占比来看,2014~2018年,在37家达标证券公司中,30家证券公司进行了增资,占比为81.08%;在22家未达标券商中,18家券商进行了增资,占比为81.82%,增资家数和占比差别不大。

从增资规模和增长率来看,达标证券公司2018年末资本金规模较2014年末合计增长2714.62亿元,复合增长率为76.85%,其中增长最大的为460.09亿元,最小的为16.65亿元,平均值为90.49亿元。未达标证券公司2018年末资本金规模较2014年末合计增长687.18亿元,复合增长率为66.66%,其中,资本规模增长最大值为107.00亿元,最小值为11.81亿元,平均值为40.42亿元(详见图1)。达标证券公司在增资规模和增资幅度方面较未达标证券公司具有明显优势,这主要是因为其股东具有更强大的资本实力和筹措资金的能力,能够为其发展提供必要的资本金补充。

从资本实力来看,达标证券公司资本实力明显强于未达标券商,因此具有更好的抗风险能力和业务发展实力。从数据来看,达标证券公司所有者权益规模分布于11.73~1336.73

亿元之间,均值为225.81亿元,100亿元以上家数为25家,200亿元以上家数为21家,300亿元以上家数为15家。未达标券商所有者权益数据主要分布在14.05亿元~195.61亿元,均值为73.01亿元,100亿元以上家数仅为5家,无200亿元以上公司。可以看出来,两组样本数据在低值方面差异不大,但规模(100亿元)以上数据方面差异性很大(详见图2)。

达标证券公司在业务竞争力方面明显强于未达标证券公司; 达标证券公司行业排名前20内家数占比均在27%以上; 未达标证券公司仅2家进入行业排名前20位。在自营、信用业务方面的分化更加明显。

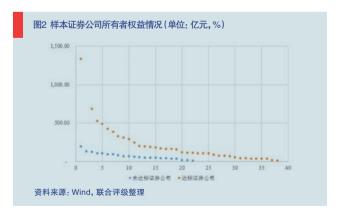
股东可以为证券子公司的发展提供品牌、业务渠道、客户资源等方面的支持,具体体现为证券公司的业务发展情况。 因此,我们对比分析了两组样本公司各项业务排名⁵情况。

从排名来看,达标证券公司和未达标证券公司在行业中游及下游阶段的排名差异度不大,但在行业排名前20名内, 达标证券公司明显强于未达标证券公司。

达标证券公司在经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务等四项业务进入行业排名前20的家数分别为10家、10家、15家和11家,占比分别为27.03%、27.03%、40.54%和29.73%。

未达标券商中,进入经纪业务排名前20的仅东方财富证券一家;进入投行业务排名前20的仅国金证券一家;其他各项业务均未进入行业前20位。其中,东方财富证券股东为





⁵证券公司业务发展情况也与其资本实力、业务运营、治理与内控、风险管理、公司战略等多项因素有关。排名根据证券业协会公布的 2018 年证券公司排名数据;证券业协会未披露资管业务完整排名,故未对其进行分析。

上市公司东方财富,依托东方财富网实现流量导入,如网站首页设置股票开户端口导入客户,从而沉淀经纪业务客户,推动东方财富证券经纪业务的发展;同时围绕经纪业务开展融资融券业务,东方财富证券信用业务行业排名为第25位,也具有较强优势。

同时,我们观察到经纪业务和投行业务为传统证券公司中介业务,其对于资本的消耗很小。而在对于资本有较大消耗且需要较好投研能力和风险管理能力的自营、信用业务方面,达标证券公司和未达标证券公司的分化更加明显,未达标证券公司甚至无公司进入此类业务行业排名前20位。未达标证券公司存在的股东背景较弱,在风险管理、人力资源、资本实力等方面的弱势在业务方面也逐一体现。

达标证券公司具有更强的业务综合实力; 部分未达标证 券公司呈现单项业务优势, 正逐步形成专业化和差异化发展 趋势。

此外,我们观察了证券公司营业收入排名指标,营业收入代表了证券公司综合业务实力。达标证券公司在行业上游排名方面明显优于未达标证券公司,排名进入前20位的有10家公司,占比为27.03%;进入30名以内的为14家,占比为37.81%。未达标证券公司中,无公司营业收入排名进入行业前20位;排名进入30以内仅2家证券公司,占比为9.09%。

将营业收入和单项排名结合来看,我们发现部分证券公司存在单项业务优势,此类证券公司正逐步形成专业化和差异化发展。如东方财富、东莞证券的经纪业务,行业排名分别为19位和25位,明显高于其营业收入40位和47位的排名;目前,东莞证券在东莞市股票、基金成交额占比约为50%,具有明显的区域竞争优势。中山证券在投行业务方面具有明显优势,其投行业务排名为22位,债券承销业务排名17位,明显高于其营业收入58位的排名。

证券公司盈利指标呈下降趋势,未达标证券公司盈利指标明显较达标证券公司更低且下滑幅度也更大;达标券商的盈利波动幅度明显小于未达标券商,盈利稳定性也更高。

从盈利表现来看,我们主要观察了样本证券公司的获利能力和盈利稳定性两方面,这也是联合评级对于证券公司盈利能力的评估角度。获利能力方面,近三年,受市场环境和政策变动等不利因素影响,样本证券公司盈利指标均呈下降趋势;其中,未达标证券公司盈利指标明显较达标证券公司更低且下滑幅度也更大,甚至出现亏损的情况。

盈利稳定性方面,达标证券公司盈利稳定性指标⁶主要分布在8.55%~143%;未达标证券公司该指标分布在9.65%~479.71%;达标券商的盈利波动幅度明显小于未达标券商,盈利稳定性也更高。分析其原因,主要是未达标证券公司受制于其资本实力、品牌地位、人力资源,股东资源支持有限等因素未过多开展杠杆型业务(如股票质押业务和融资融券业务)和投行业务,而以传统经纪、自营业务为主,业务结构较为单一且此类业务与市场相关度高,因此表现为在市场下行周期时受市场影响较大,盈利下滑较快,盈利波动性更大。

股东对证券公司的外部支持还包括流动性支持、危机公关等方面。市场波动较大的情况下,股东的支持作用表现的尤为明显。

股东对证券公司的外部支持还包括流动性支持、危机公关等多方面。证监会于2019年7月发布的《证券公司流动性支持管理规定》(征求意见稿)明确了多元化的流动性支持方式,包括公司自救、股东支持、行业互助、投保基金救助;当证券公司出现重大流动性风险时,应当积极向主要股东及其实际控制人寻求流动性支持。从近年来股东对证券公司流动性支持等可见股东支持对于证券公司抗风险水平的提升具有明显作用,尤其是在市场波动较大的情况下,股东的支持作用表现的尤为明显。

从证券公司过去获得股东的支持情况来看,具有实力的股东可提供的支持更加强大。如某央企证券公司2018年因股票质押业务违约等情况导致经营业绩出现较大幅度下滑,其股东提供了较大规模流动性资金支持,保障其业务正常运转,防范流动性风险的发生。

⁶ 未包括负值。

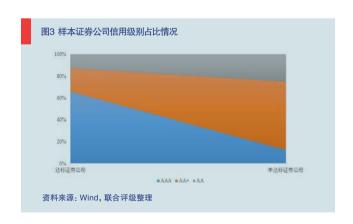
国海证券2016年发生债券风险⁷事件后,第一大股东广西 投资集团表示积极支持国海证券与伪造公司印章私签债券交 易协议事件相关事涉机构友好沟通协商,并基于对国海证券 未来持续稳定发展的信心及对公司价值的认可,增持国海证 券股份。2017年5月,国海证券因管理与内控等六方面问题被 证监会采取暂不受理债券承销业务有关文件,暂停资产管理 产品备案,暂停新开证券账户一年的行政监督管理措施。此 后,其大股东广西投资集团再次表示将按照原增持计划,全 部累计增持股份不超过国海证券总股本4%;从而有利于缓解 国海证券监管处罚的负面冲击,稳定客户及交易对手信心。

股东对证券公司信用水平的影响

达标证券公司在股东性质方面明显强于未达标证券公司,股东以央企和地方国企为主;未达标证券公司股东则主要集中在民营企业和地方国企。

从评级逻辑来看,信用评级对于股东的外部支持主要评估其支持意愿和支持能力,对于股东的评估从对股东的主体信用水平的评估入手。股东自身实力越强、信用水平越高、对证券公司的支持意愿越高,则其子公司获得外部支持的加分也越高,从而有利于证券公司获得更高的信用水平。

央企、国企股东普遍具有更强大的实力、更规范的企业 运作、更稳健的风险管理,一般来说能够为证券公司的发展 提供更强大的支持。从股东性质来看,达标证券公司在股东



性质方面明显强于未达标证券公司。59家样本公司中,股东为民营企业的证券公司13家,股东为地方国有企业的为29家,股东为中央国有企业的为17家,可以看出来,证券公司股东实力普遍较强。37家达标证券公司中,央企股东和地方国企股东占比分别为43.24%和48.65%;而未达标证券公司股东则主要集中在民营企业和地方国企,占比分别为45.45%和50.00%。

达标证券公司主体信用级别主要集中在AAA及AA+级别,具有更高的信用级别,也体现了股东的支持在提升证券公司信用水平方面的作用。

从信用级别来看,59家样本公司中,具有主体信用评级的证券公司合计48家,包括达标券商32家和未达标券商16家,级别缺失的主体主要集中在未达标证券公司。达标证券公司主体信用级别主要集中在AAA及AA+级别,占比分别为65.63%和21.88%;未达标券商信用级别主要集中在AA+和AA级别,占比分别为62.50%和25.00%(详见图3)。证券公司的信用级别的确定包括公司个体基础信用级别和外部支持评级,达标证券公司具有更高的信用级别一方面体现了因其充足资本实力、良好的业务发展、高水平的风险管理等因素获得的较高的个体基础信用级别,另一方面则体现了股东的外部支持作用在提升证券公司信用水平方面的作用。

四、结论

总体来看,股东能够为证券公司的发展提供品牌、资源、资金、资本等多方面的支持,是证券公司信用评级的重要评估因素。具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司。《股权规定》明确对证券公司分类管理,将有实力的、优质的股东引入证券公司,对于证券公司行业整体发展起到正向作用,证券公司间发生并购重组或引入有实力股东,有利于提升证券公司行业信用水平。同时,因股东背景的差异也会导致证券公司信用水平有所分化,需关注股东实力较弱的中小证券公司在市场波动较大的环境下的信用水平变化情况。

⁷ 国海证券原员工以国海证券名义在外开展债券代持交易,未了结合约金额约 200 亿元,涉及金融机构 20 余家,给债券市场造成严重不良影响。

房地产行业运行半年报 一融资环境收紧,投资维持高位,房地产企业加速去化

文 | 联合信用评级有限公司 工商二部

融资政策方面: 年初以来, 在稳妥实施房地产市场平稳健康发展的长效机制、坚持房住不炒和紧盯房地产金融风险的管控基调下, 监管层从房企融资政策方面多管齐下进行调控; 其中, 涉及到银行和非银(信托)地产融资贷款标准和规范、对房地产开发企业发行外债资金用途进行管控、加强对高杠杆经营的大型房企融资行为进行管控、对涉房信托业务按月进行监测和控制开发贷总额度等方面(详见表1)。

土地购置情况: 2019年上半年,全国土地购置面积同比大幅下滑,房地产开发企业的一致性预期导致三线城市购置面积大幅下滑为主因,但是地价的上涨仍带动了土地购置费保持高位增长态势;房地产开发企业重回一二线城市拿地,一二线城市土地成交面积增速大幅增长,土地溢价率高企;上述情况引起中央的高度重视,管理层对房企融资端进行严格管控。在房地产企业融资端严管控的政策背景下,房地产开发企业会从

紧拿地,预计下半年土地溢价率大概率回落,房地产开发企业 底价成交机会加大

受三线城市土地成交面积增速持续回落影响,2019年上半年,房地产开发企业土地购置面积为8035.29万平方米,累计同比下降27.50%。在地价同比增幅仍较快的带动下,土地购置费20164.05亿元,累计同比增长24.20%,仍处高位增长态势。土地市场局部表现较为活跃,主要体现为对主力城市土地的追逐以及房企间的项目并购数量逐渐增加。预计规模房企出于维持市场地位考虑,后期会乐观中偏谨慎的态度拿地;出于现金流安全角度考虑,偿债压力较大的房地产企业以及竞争力较差的中小房地产企业会放缓土地投资节奏,下半年十地购置面积增速会继续回落。

分城市来看,在"房住不炒"的总体调控原则以及"因城施策"调控机制下,2019年以来,一二线城市土地购置面

表1 年初以来房地产行业主要调控政策

时间	政策或事件
1月22日	习近平主席在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班仪式上提出,要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案
2月25日	国新办新闻发布会上,银保监会副主席表示要紧盯房地产金融风险,对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实施审慎的贷款标准
4月17日	银保监会官网发文指出,继续遏制房地产泡沫化,控制居民杠杆率过快增长
4月19日	政治局会议重申了房住不炒的政策基调
5月17日	银保监会印发《关于开展"巩固治乱象成果促进合规建设"工作的通知》(银保监发〔2019〕23号),在银行和非银(信托)领域规范地产融资,明确了整治违规向房企"输血"乱象
6月15日	银保监会郭树清主席表示"我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升,相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资,不仅挤占其他产业信贷资源,也容易助 长房地产的投资投机行为"
7月6日	《地产观点网》报道,针对部分房地产信托业务增速过快,增量过大的信托公司,银保监会开展了约谈警示
7月12日	国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务
7月29日	人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管
7月30日	中央政治局会议提出,不将房地产作为短期刺激经济的手段
7月31日	人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示"房地产行业占用信贷资源依然较多,对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域 支持力度仍有待加强"
8月7日	《证券日报》报道,银保监会日前向各银保监局信托监管处室(辽宁、广西、海南、宁夏除外)下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》,要求按月监测 房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈。现场检查,暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头
8月29日	腾讯新闻《一线》从多个独立信源处获悉,多家银行近期收到窗口指导,自即日起收紧房地产开发贷额度,原则上开发贷控制在2019年3月底时的水平

数据来源: 联合评级整理



积大幅增长,三线城市土地购置面积持续下滑。上半年,受棚改货币化力度减弱倒逼房地产开发企业回流一二线城市、一季度以来宏观资金面有所宽松以及一二线城市近年来所积累的购房需求释放影响,一二线城市土地成交面积累计同比增幅大幅提高(一线同比增39.93%、二线同比增11.66%),成交土地溢价率高企(一线23.43%、二线17.16%);三线城市上半年成交土地占地面积累计同比下降20.49%,成交土地溢价率为20.17%。部分一二线城市较高的土地溢价率引起了中央的高度重视,直接导致了4月19日政治局会议重新提及房地产并重申了房住不炒的政策基调,随后监管部门收紧了信托借款、开发贷款和债券融资三个重要的资金来源。在房企融资端从紧的政策环境下,预计下半年土地溢价率会大幅回落,房地产开发企业底价成交概率增大,部分城市土地流拍现象会重现,土地购置面积及金额增速进一步下滑。

新开工方面:受限商政策松动影响,全国商业类新开工提速明显,全国房屋新开工增速高位运行;在前期开工节奏加快而土地购置面积增速下降的背景下,预期未来新开工增速有所放缓

2019年上半年,全国房屋新开工面积105508.60万平方米,累计同比增长10.10%,增速同比减少1.70个百分点,仍在

高位运行。分板块看,2018年下半年,全国住宅新开工面积累计同比增速连续5个月保持19%以上,而同期销售降温明显,房企库存压力加大,受此影响,2019年上半年,全国住宅新开工面积77997.85万平方米,累计同比增加10.50%,增速同比下降4.50个百分点;受限商政策松动影响,全国办公楼及商业营业用房新开工提速明显,2019年上半年,全国办公楼新开工面积3265.23万平方米,累计同比增长19.30%,增速同比增加26.70个百分点,全国商业营业用房新开工面积8876.19万平方米,累计同比下降3.70%,降幅同比缩窄4.70个百分点。在上半年土地购置面积增速持续负增长的背景下,预计下半年全国房屋新开工面积增速会有所回落。

开发投资方面: 2019年上半年, 土地购置费增速回落对房地产开发投资增速下滑带动明显, 但受益于前期土地购置费用分期支付以及房地产开发企业加大开工, 房地产开发投资增速仍保持较强韧性; 预计未来随着房企拿地会趋于谨慎, 房地产开发投资增速会持续回落, 其他费用占比会继续下降

2019年上半年,全国房地产开发投资累计完成61609.30亿元,累计同比增长10.90%,二季度较一季度增速有所放缓。

从各项构成对房地产投资的边际贡献率来看,2018年下半年以来,土地市场逐步降温,以土地成交金额为主的其他费用累计同比增速自2018年6月的55.60%高位下降至2019年

6月的20.90%; 但受房地产开发投资增速放缓及土地出让金 分期支付的影响,2019年6月,其他费用占比仍处于37.63%的 较高水平。预计随着房企加大开工节奏加快销售回款,减少 土地投资力度,其他费用占比将进一步下降。

房产销售情况: 受调控政策持续、棚改货币化收紧影响, 商品房销售金额有所回落:在房企融资政策趋严的背景下。房 地产开发企业会增大营销力度加速去化以保证现金流安全, 若购房者预期不发生反转。商品房销售面积及金额增速会保 持稳定;产业支撑薄弱和购买力透支的三四线城市销售仍存 在较大不确定性

受调控政策持续、棚改货币化收紧影响,2019年上半 年,全国商品房销售面积75785.59万平方米,累计同比下降 1.80%, 同比增幅从2018年三季度开始回落, 从2019年1月开 始由正转负: 受房屋销售价格持续增长带动, 全国房地产销 售金额70698.06亿元,累计同比增长5.60%,增速较上年同期 回落7.60个百分点(详见图1和图2)。受上半年房地产企业融 资端调控政策趋严影响,预计下半年房地产开发企业会继续 加大营销力度、加速去化以回笼资金从而保障现金流安全, 若购房者预期不发生反转,下半年商品房销售面积及增速会 保持稳定。一线城市及部分热点城市市场需求仍较为强劲, 后期销售规模将随着土地供应增加而逐步企稳回升; 部分购 买力透支、缺乏经济及人口支撑的三四线城市销售增速仍存 在一定不确定性。

到位资金方面: 2019年上半年, 房地产开发到位资金增速 小幅提升, 受益于银行放款提速, 国内贷款及以个人按揭贷款 为主的其他资金增长提速;但是,随着监管层对房地产开发企



业的融资渠道全面收紧,预计下半年房地产开发到位资金增 谏会有所回落, 而其他来源资金增速会有所回升

2019年上半年,房地产开发到位资金8.50万亿元,累计 同比增长7.20%,增速较上年同期上升2.60个百分点。其中, 国内贷款资金累计同比增长8.40%,增幅为2018年以来最大 值: 自筹资金累计同比增速自2018年9月峰值下降至4.70%: 其他资金累计同比增长8.29%(详见图3)。如上文所述,监 管层对房地产企业融资渠道全面收紧,预计下半年,国内贷 款(开发贷和信托借款)、自筹资金(公司债、中票、短融和 ABS等)和利用外资(境外债券)增速均会有较大幅度的回 落甚至是负增长,其他资金来源增速受房地产企业加速去 化影响会有所增长: 总体看, 下半年房地产开发到位资金增 速会有所回落。

库存情况: 2019年上半年去化周期依然处于上行通道, 五六月份有回调迹象:预计下半年房地产开发企业会加速去 化、放缓拿地、新开工力度有所回落, 库存周期会小幅下行

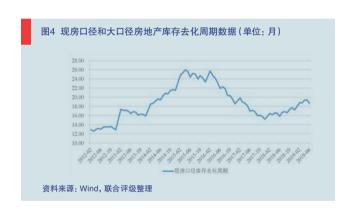
2019年上半年,现房夫化周期在2019年4月达到高点后

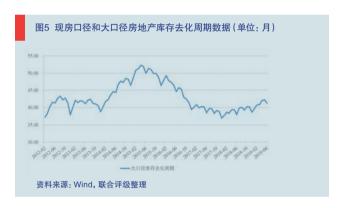




开始下降; 2019年6月, 现房去化周期为18.69个月; 考虑期房后, 房地产大口径库存去化周期在5月达到高点后略有回调; 截至2019年6月底, 大口径的商品房去化周期为41.21个月(详见图4和图5)。2019年上半年库存位于上行通道, 主要系房企上半年抢开工以及销售面积同比下降所致。在上半年土地购置面积增速下行以及预期下半年房地产企业谨慎拿地的前提下, 预计未来新开工增速会有所放缓; 同时, 随着房地产融资渠道收紧, 预计下半年房地产开发企业会加强销售力度从而加速去化; 下半年新开工力度下降和销售保持稳定的情形下, 库存周期会呈小幅下行趋势。







建筑施工行业观察报告——2019年上半年

文 | 联合资信评估有限公司 公用事业一部

一、行业相关政策/动态概览

2019年以来,建筑行业政策整体延续了2018年以来的基调。2019年3月27日,住建部印发了《住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点》(以下简称"工作要点"),提出要推进建筑业重点领域改革,促进建筑产业转型升级,具

体包括推进钢结构于住宅建设试点、深化工程招投标制度 改革、完善工程建设组织模式以及改革建筑用工制度等。此 外,工作要点还提出要深化建筑业"放管服"改革,优化企业 营商环境,包括优化市场准入机制、完善注册执业制度以及 健全建筑市场信用和担保体系。

2019年上半年,为了平衡地方隐性债务调控与基础设施

建设投资,中共中央办公厅、国务院办公厅出台了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,要求加大逆周期条件力度,允许专项债资金作为符合条件的重大项目资本金,有利于撬动更多社会资本,保障建筑企业的资金需求。

二、建筑施工行业发展状况

2019年上半年,建筑业总产值及新签订单规模保持增长,但增速均显著回落。

作为周期性行业,建筑行业受宏观经济波动的影响很大。2019年上半年,中国经济整体下行,一季度和二季度GDP同比分别增长6.4%和6.2%,未能延续2018年四季度以来的复苏态势。在"三驾马车"中,投资对经济的拉动作用显著下降,显示出建筑行业下游需求的整体疲弱。

2019年上半年,全国建筑业实现总产值101616.12亿元,同比增长7.20%,增速较上年同期下降3.19个百分点,较2019年一季度下降3.31个百分点,显示出二季度建筑行业增长有所放缓,与宏观经济走势保持一致。

从合同签订情况看,全国建筑行业2019年上半年累计签订新订单12.03万亿元,为2018年全年的44.09%;同比增长2.47%,增速较上年同期下降7.17个百分点。截至2019年6月底,全国建筑行业签订合同总额36.40万亿元,同比增长8.53%,增速较上年同期下降7.66个百分点。从订单情况看,虽然新签合同和在手合同额仍然保持增长,但增速自上年下半年以来显著放缓(详见图1)。

2019年上半年,房地产行业投资和新开工面积保持较高

增速,但土地成交和竣工情况萎靡,行业总体发展仍呈保守态势。

作为建筑行业的重要需求来源,2019年1—6月,全国完成房地产开发投资61609.30亿元,同比增长10.90%,增速较上年同期增长0.9个百分点,仍然保持在较高水平。但考虑到2019年上半年土地成交价款和土地购置面积出现明显回落,可能拖累下半年的房地产开发投资增速。2019年1—6月,全国房屋新开工面积10.55亿平方米,同比增长10.10%,增速较上年同期小幅下降1.7个百分点,但仍保持较高增速;竣工面积3.24亿平方米,同比下降12.70%,整体仍然保持低位。新开工面积和竣工面积增速明显背离,可能跟目前房地产企业融资环境趋紧,通过加速开工预售回笼资金有关。

销售方面,2019年1—6月,全国商品房销售面积75785.59 万平方米,同比下滑1.80%,不同城市销售情况分化明显。 2019年上半年,一线城市商品住宅月均成交57万平方米左右,同比增长38.5%,北上广深成交规模较上年同期均有所提升;二线代表城市月均成交约75万平方米,同比下降1.4%,



表1 建筑业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨			
2019年3月	住建部	关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019年工作要点的通知	推进建筑业重点领域改革,促进建筑产业转型升级,深化建筑业"放管服"改革,优化企业营商环境			
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、 市域铁路和城市轨道交通的融合发展			
2019年5月	住建部国家发改委	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管 理办法(征求意见稿)	明确了工程总承包的适用范围、在发包和实施阶段的具体内容、基本原则以及监管部门的管理职责			
2019年6月	中共中央办公厅、国务院 办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融 资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但 难以商业化合规融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求; 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金			

资料来源:联合资信根据公开资料整理

整体成交规模保持平稳;三线代表城市上半年月均成交规模约30万平方米,同比下降12%,其中四分之一的代表城市降幅在三成以上。

政策方面,2019年4月的中央政治局会议再次强调"房住不炒"和"一城一策",要求建立房地产市场平稳健康发展长效机制。此外,住建部对近期房价、地价波动大的城市进行了预警,央行和银保监会提出加强地产金融审慎管理,严查房地产违规融资。整体看,2019年上半年整体的政策基调仍然是防范地产行业风险,调控力度并未放松。

2019年上半年,"稳投资""补短板"的政策基调不变,基建投资增速回升幅度有限;基建项目储备情况尚可,资金来源有所改善。

基建投资方面,在"稳投资""补短板"的政策推动下,基建投资整体企稳,但自2018年下半年以来的回升幅度有限。2019年1—6月,全国基础设施投资(不含电力)同比增长4.1%,增速较上年同期下降3.2个百分点,较2018年以来的最低点回升了0.8个百分点。从细分领域来看,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长1.0%,增速自2019年以来持续回升,但仍然处于极低水平;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长5.1%,增速较2018年下半年有所提高,其中道路运输业同比增长8.1%,铁路运输业同比增长14.1%(详见图2)。

从项目储备情况来看,2019年1—6月发改委审批项目金额同比增长17.5%,其中中央、地方申报项目增速分别为237.4%和13.1%,地方政府投资意愿整体较为低迷。分项目来看,交通类、水利类项目投资略有好转,而电力类项目投资有所下滑。从地方政府基建项目新签订单情况来看,2019

图2 2013至2019年上半年基础设施投资(不含电力)情况(单位:%)

40.00
30.00
30.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
40.00
10.00
10.00
40.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.00
10.

年1-6月,全国23个省份累计中标项目21740亿元,同比增长9.33%。PPP项目方面,2019年1—6月,全国PPP净增项目382个,对应投资额4714亿元,净增项目数比上年同期减少230个,项目净增投资额比上年同期减少7108亿元。整体看,目前社会资本对PPP项目投资仍然较为谨慎。

从资金到位情况看,2019年上半年,全国城投债累计发行16034.80亿元,净融资额5846.98亿元,净融资额同比增长187.54%;全国新增发行专项债15506.99亿元,净融资规模13149.98亿元,与2018年同期相比发行进度明显提前。作为基建项目的重要资金来源,城投债和地方政府专项债的加速发行预示着资金到位情况有所改善,项目落地有望加快。

三、2019年上半年建筑施工企业债券发行情况分析

在基建投资增速回暖且项目落地加快的背景下,建筑施工企业债券发行数量及发行规模较上年同期均有所增长。

2019年上半年,建筑施工企业共计发行债券87支,发行数量较上年同期增长35.93%;发行规模合计872.45亿元,较上年同期增长59.86%。

2019年上半年,为满足对中长期资金需求的增长,建筑施工企业发行债券期限有所拉长,且进一步向高级别企业集中。

2019年上半年,建筑施工行业发债主体共计40家,较上年同期增加3家,主要包括11家央企、20家地方国有企业、6家民营企业。

从发债主体级别来看,2019年上半年,建筑施工行业发债主体主要为AA企业(12家)、AA+企业(12家)和AAA企业(14家)。AA级别和AA+级别建筑施工企业发债规模分别为103.70亿元和171.80亿元,分别占建筑施工企业上半年发债规模的11.89%和19.69%,较上年同期占比分别下降4.51个和2.76个百分点;AAA级别企业发行债券规模为577.46亿元,占建筑施工企业上半年发债规模的66.19%,较上年同期占比增长5.55个百分点。整体看,2019年上半年,发债主体的信用等级仍主要集中在AA+及AAA级别,且高等级建筑施工企业发债规模最大,发债规模占比明显高于低级别企业。随着PPP模式的推广,级别相对更高的央企和地方国企对资

金需求加大,发债企业主体级别进一步向高级别集中。

从发行方式看,2019年上半年,公募和私募方式债券发行数量分别为74支和13支,发行规模分别为726.20亿元(占83.24%)和146.25亿元(占16.76%),公募方式发行规模较上年同期增长40.44%,私募方式发行规模较上年同期增长410.47%,建筑施工企业发行债券仍以公募债为主,但私募债发行规模增长很快。

从发行品种看,2019年上半年共计发行(超)短融31支,金额228.50亿元,发行规模较上年同期增长22.19%;中期票据24支,金额231亿元,发行规模较上年同期增长126.47%,发行期限主要集中于3年期;公司债(含公募和私募)共计发行24支,金额336.50亿元,发行规模较上年同期增长88.30%(详见图3)。总体看,2019年上半年建筑施工企业发行长期债券规模比例有所提高,建筑施工企业平均发债期限由上年同期的2.26年增长至2.45年,主要是随着建筑施工企业参与PPP项目规模的不断扩大以及央企降杠杆的推进,企业对中长期资金需求有所增长。

总体看,随着基建补短板相关部署的落实,基建投资有 所回暖,建筑企业发债规模有所增长,且发债主体信用等级 向高级别中长期债券集中。随着基建资金面持续改善及项目 落地的加快,预计建筑施工企业发债规模将进一步提升。

四、建筑施工企业发行债券利率分析

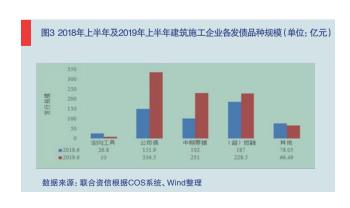
受阶段性干扰因素增多影响, 债市收益率窄幅震荡, 整体有所上行。

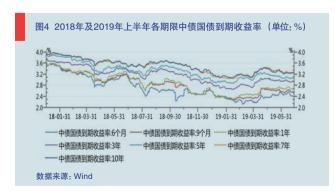
2019年上半年,货币政策松紧适度,资金面合理充裕,

受经济下行、中美贸易摩擦等因素影响,债市收益率窄幅震荡。在稳增长、防风险大背景下,央行延续松紧适度的货币政策,资金面整体合理充裕。从具体措施看,本季度央行提出了三档两优的存款准备金制度,推动贷款利率的降低、改善民企小微融资环境;受包商银行突发事件影响,央行连续进行逆回购投放,通过拉长期限、提供信用支持等方式投放流动性。二季度,债市阶段性干扰因素增多——经济增长由短暂企稳转向再度下行,中美贸易摩擦进一步升级,通胀压力上升等,债市收益率窄幅震荡,整体有所上行。从中债国债到期收益率表现看,各期限国债收益率于4月明显回调,5—6月呈区间波动;一年期中债国债平均到期收益率较上季度上升24.81个BP,五年期中债国债平均到期收益率较上季度上升16.84个BP,七年期中债国债平均到期收益率较上季度上升22.02个BP(详见图4)。

宽信用政策效果显现及发债主体资质提升, 建筑企业发 债利率环比下降。

二季度,建筑施工企业发行利率延续上季度下降趋势,各等级发债主体发行利率环比均有所下降。一方面,整个上半年,宽信用政策效果显现,信用债市场回暖,净融资规模同比显著增长,融资成本同比下降;另一方面,二季度建筑行业地方国企、中央企业发债数量显著增加,民营企业发债数量减少,发债主体信用资质进一步提升。从不同信用级别发债主体发行利率看,AA级发债主体中长期债券季度平均发行利率6.34%,环比下降35.71个BP;AA+级发债主体短期债券季度平均发行利率3.83%,环比下降88.25个BP;AA+级发债主体中长期债券季度平均发行利率5.22%,环比下降25.66个BP;AAA级发债主体中长期债券季度平均发行利率







4.11%,环比下降29.72个BP。从各等级发债主体发债数量、发行利率走势看,高等级债券依然受到市场青睐,央企和地方国有企业受惠明显(详见图5)。

中长期债券季度平均发行利差环比明显减少, 行业整体发债利差收窄。

二季度,建筑施工企业短期债券季度平均发行利差较上季度略有上升,中长期债券季度平均发行利差环比明显减少。其中,AA级短期债券季度平均发行利差366.43个BP,环

比上升8.37个BP, AA+级短期债券季度平均发行利差257.99个BP, 环比上升23.44BP; AA级中长期债券季度平均发行利差332.57个BP, 环比下降71.08BP, AA+级中长期债券季度平均发行利差231.92个BP, 环比下降37.10个BP, AAA级中长期债券季度平均发行利差109.87个BP, 环比下降46.39个BP。较一季度,建筑施工行业发债利差整体有所收窄(详见图6)。

五、级别调整情况

2019年二季度,建筑施工行业有2家企业发生主体级别迁徙情况。2019年4月,北京住总集团有限责任公司主体级别由AA+上调至AAA。2019年6月,安徽省外经建设(集团)有限公司(以下简称"公司"或"安徽外经")主体级别由AA+下调至AA-,7月公司主体级别进一步下调至C,主要系公司未按时兑付"16皖经02"回售资金,构成实质性违约。

六、行业风险事件

事件: 2019年6月,安徽省外经建设(集团)有限公司主体级别由AA+下调至AA-,评级展望为负面。7月,安徽外经主体级别进一步下调至C,公司发生实质性违约。

点评:在公司融资环境恶化的背景下,公司资产变现不及预期,账面货币资金下降较快,"16皖经02"回售及转售协议签订比例低于公司预期方案,回售规模高于公司预期,回售登记结束日大幅推迟,同时公司存续债券二级市场价格大幅下跌对公司融资产生了不利影响,导致公司2019年7月未能按时兑付"16皖经02"回售资金,构成实质性违约。





2019年上半年化工行业信用分析及展望

文 | 联合信用评级有限公司 工商二部

一、上半年化工行业运行概况

2019年上半年,世界经济面临的风险和不确定性增加,从国家统计局发布的行业景气指数(即期指数)来看,虽然上半年化工行业景气指数仍处于高位,但在经历一季度小幅上升后,二季度迅速回落,化工行业的上行压力明显加大。从国家发改委最新发布的行业经济数据来看,上半年化工行业投资增速较快,但行业增加值增速放缓。2019年上半年,化学原料和化学制品制造固定资产投资同比增长9.3%,显著高于全国工业投资3.3%的平均增长水平,26012家规模以上企业增加值同比增长4.5%,低于同期全国规模工业增加值1.5个百分点。未来随着新产能的释放,行业供给大幅增加,行业运行压力将有所上升。

从经营情况看,上半年,化工行业收入保持增长,但效益明显下降。上半年,石油和化工行业营业收入6.06万亿元,同比增长2.2%;实现利润总额3596亿元,同比下降18.3%;全行业营业收入利润率为5.93%,同比下降1.48点。各细分行业中石油和天然气开采业表现相对较好;受成本上升影响,炼油业效益大幅下滑;基础化学工业整体保持平稳,其中农药和橡胶制品利润保持增长,基础化学原料制造利润降幅较大。

对外贸易方面,上半年,受中美贸易战和全球经济疲软等不利因素影响,国内化工产品出口受阻,进出口贸易增速缓慢,贸易逆差扩大。海关数据显示,2019年上半年,石油和化工行业进出口总额3586.6亿美元,同比增长1%,其中,出口总额1122.3亿美元,仅增长0.5%。国内能源消费需求的增加导致原油和天然气进口保持较快增长,上半年,国内进口原油2.45亿吨,同比增长8.8%;进口天然气653.9亿立方米,增长11.7%。贸易逆差1342亿美元,同比扩大2.1%。

从主要商品价格走势看,上半年国际油价震荡回升,但

基础化学原料市场需求增长动力不足,基础化工产品价格涨少跌多,总体保持低位震荡;合成材料进口量增多,国内市场竞争加剧,价格波动剧烈,其中,合成纤维单体市场价格降幅相对较大;化肥消费维持在零增长,市场供需保持稳定,价格波动较小。

从安全环保来看,安全形势不容乐观,环保督查趋严。 上半年化工企业重特大事故较多,尤其是"3•21"响水爆炸事 故对整个化工产业造成的负面影响较大。2019年第二轮中央 生态环保督察将启动,化工行业作为督察的重点,环保形势 更加严峻。

总体看,上半年国内化工行业总体平稳,但上行压力加大,未来发展面临的挑战严峻。

二、主要细分行业运行情况

炼化

1. 大型炼化一体化企业投产, 供给大幅增加, 产能过剩进一步加剧。

随着恒力石化2000万吨/年炼油产能的建成,截至2018年底,我国炼油能力达到8.31亿吨/年。2018年,我国全年原油加工量6.04亿吨,炼厂开工率73%,低于83%的全球炼厂平均开工率水平,我国炼油行业已属于产能过剩行业。

在产能过剩形势下,为促进行业升级加快淘汰落后产能,国内大炼化项目仍在密集开工建设及投产。具体来看,2018年12月,2000万吨/年的恒力石化炼化一体化项目的常减压装置开工试运行,2019年3月已全面打通流程正式投产;2019年5月,浙石化4000万吨/年炼化一体化项目的一期2000万吨/年产能投产;除此之外,中科炼化、盛虹石化、古雷石化和广东石化等一批新建项目将在2019年底至2021年内陆

续投产。另外,随着我国继续扩大对外开放,国际石油石化公司也大举进军国内炼化行业。目前,已经宣布项目计划的有埃克森美孚120万吨/年惠州原油直接制乙烯项目、巴斯夫湛江100万吨/年乙烯裂解项目、壳牌与中海油合资的中海惠州三期乙烯项目、沙特基础工业公司的福建世界级炼化一体化项目、沙特阿美与北方工业合资的盘锦1500万吨/年炼化一体化项目等。

2019年1月16日,中国石油集团经济技术研究院发布《2018年国内外油气行业发展报告》(以下简称"《报告》")称,随着地方民营大型炼化项目相继投产,2019年全国原油一次加工能力将净增3200万吨/年,全国炼油总能力将达到8.63亿吨/年;过剩产能将升至约1.2亿吨/年,同比增长约三分之一,产能过剩态势将进一步加剧。

2. 国内成品油消费增速放缓, 出口维持快速增长。

在国内炼油能力过剩的同时,下游成品油消费增速放缓,出口维持快速增长。近年来,受传统汽车销量下滑以及新能源汽车快速发展的影响,国内成品油消费增速呈震荡下行的趋势。2018年成品油表观消费量为3.20亿吨,同比下降0.72%。进入2019年,成品油消费量进一步下滑,2019年上半年,我国成品油消费量为1.52亿吨,同比下降5.29%。鉴于国内成品油过剩,出口成为生产企业减轻产销压力的重要举措。2019年上半年,成品油出口量为3252万吨,同比增长7.22%。

3. 行业竞争格局重塑, 中小地炼企业生产空间受挤压。

由于民营大炼化项目的建成投产打破了我国之前国企主导、民营紧跟的炼油格局。据《报告》称,2019年,民营企业炼油能力将提高到2.35亿吨/年,在全国炼油能力中的占比将从去年的25.6%升至27.2%。国内千万吨级炼厂数将增至29座,其中两座来自民企,且规模均为世界级水平,大型民营炼化企业在行业中的话语权增强。

我国炼油行业整体大而不强,一些中小型民营炼厂亟待整合。除国营大炼厂外,我国民营地炼企业存在分布散、规模小、产品单一、能耗高等特点,2018年,我国炼厂平均炼能仅412万吨,远低于世界炼厂759万吨的平均规模,且各炼厂技术水平参差不齐,我国炼油行业整体大而不强。地炼大省山东率先提出了地炼整合方案:力争到2022年,将300万吨/年

以下的炼油产能整合转移;到2025年,将500万吨/年以下炼油产能分批分步整合转移,全省地炼原油加工能力由目前的1.3亿吨/年压减到9000万吨/年左右。

总体看,2019年上半年,国内成品油消费增速放缓,炼油业产能过剩压力进一步加大,出口成为化解过剩产能的重要途径。在大型炼化一体项目积极推进和中小型炼厂亟待整合的大形势下,炼化行业正经历一波行业转型升级,未来行业竞争格局有望重塑,但短期内行业产能过剩压力仍较大。

化纤

1. 行业收入增长, 但供需矛盾加大, 利润下滑。

2019年上半年,化纤行业共实现主营业务收入4287亿元,同比增长7.1%;实现利润总额133亿元,同比减少23%;行业亏损面达26.52%,较上年扩大4.6个百分点,亏损企业亏损额大幅增长71.5%;营业收入利润率为3.11%,同比下降1.22个百分点。分行业看,涤纶行业利润总额为58.4亿元,同比减少37.7%;锦纶行业为16.5亿元,同比减少18.5%;粘胶短纤行业亏损严重。

供给方面,2019年上半年化纤产量保持增长态势。据国家统计局统计,2019年上半年化纤产量为2803.65万吨,同比增长12.05%。具体看,涤纶的产量为2167.27万吨,同比增长12.49%;锦纶产量为233.62万吨,同比增长14.18%;粘胶短纤产量为215.55万吨,同比增长10.20%。除维纶和粘胶长纤外的其他化纤产品均保持增长态势。

需求方面,2019年以来,国内纺织服装内销增长趋缓, 出口压力明显加大的情况下,终端市场表现弱势,贸易摩擦 影响持续,叠加国内纺服高库存的影响,化纤下游主要产品 产量增速明显放缓,化纤产品供需矛盾加大。

出口方面,2019年上半年,我国化纤出口240万吨,同比增长7.31%,增速较上年同期略有提高。但受中美贸易战的影响,我国对美国出口化纤量同比减少37%,占出口总量比例下降3.4个百分点。

2. 下游需求疲软, 涤纶长丝价格震荡下行, 企业盈利空间收窄。

2019年上半年,纺织行业需求不振,库存积压,涤纶长 丝库存天数波动较大,且库存天数较上年同期略有增加。目

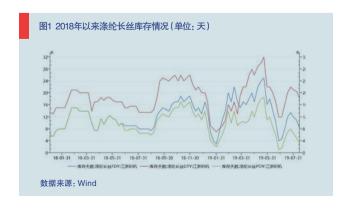
前化纤行业的利润集中在上游,纺织企业利润微薄,生产积极性不高,同时上半年为传统需求淡季,纺织市场需求疲软(详见图1)。

2019年一季度,涤丝价格震荡运行,行情相对平稳。 2019年二季度以来库存积压,涤纶生产企业销售压力增大, 涤丝价格震荡下行,至6月初涤纶生产企业的促销取得一定 效果,企业库存压力缓解,且成本端支撑下,涤丝开启上行 之路,但由于涤丝需求大幅萎缩,下游织造企业前端消费意 识减弱,刚需购进为主,采购量缩减。2019年7月份以来,涤 丝库存又进入累积阶段,市场成交价格不断探底。较上年同 期相比,2019年二季度涤纶长丝价格跌幅明显。

从产品利润空间来看,2019年上半年,POY产品价差在700~1800元/吨宽幅震荡,假设涤纶长丝POY加工费在800元/吨,当前价差下,涤纶长丝POY的单吨税前利润约为-100~1000元/吨。与2018年上半年相比,涤纶长丝价格不断探底,价差有所收窄,行业内企业的利润不断压缩。2019年二季度,伴随着PTA价格的下调,POY价差有所回升,企业利润空间回升。2019年下半年,预计PTA价格仍维持低位震荡,POY生产企业仍将保持一定利润空间。

3. 化纤产业链一体化加深, PX产能进入扩张期, 产业链利润 将上移

2019年,PX处于产能扩张期,PTA新增产能预计于2020年进入大规模投产。具体看,恒力新增的2套225万吨PX产能均已于2019年上半年完成投料,中化弘润80万吨PX已于2019年6月底投料试车。2019年下半年,恒逸文莱(150万吨PX)、辽宁石化(扩产20万吨)和海南炼化(100万吨)的新增产能将进入试车或投产阶段。因此预计2019年将新增PX产能800



万吨。此前国内PX对外依存度高,此轮新增的产能将对PX市场形成较大影响,PX成本有望下降,PX、PTA的价格受原油价格波动影响将更加明显。未来随着大炼化项目投产增加,PX国内产量释放,国产化率提升,国内一体化炼厂的低成本将进一步压缩PX环节的利润空间。

PTA方面,产能增速略有增加,2019年9月新凤鸣220万吨PTA即将投产,2020年仍有一定规模的新增PTA产能释放,未来PTA市场将处于绝对过剩,将形成自用和市场竞争并行的竞争格局。

下游聚酯方面,2019年聚酯新增产能投放力度放缓,预计2019年聚酯产能将小幅增长7.49个百分点至5780万吨,聚酯行业集中度不断提升,国内前十大聚酯产能约为55%。但从下游需求看,受复杂的贸易形势影响,终端生产环节的决策将更加谨慎,下游旺季预期不强,可持续性弱,预计下半年化纤需求较低迷。未来,全球经济经济增长放缓预期明显,市场需求总体趋于疲软,贸易环境风险仍然存在,纺织行业出口压力较为突出。因此,2019年下半年,在产品价格下滑、供给增加但需求较低迷的预期下,化纤市场将面临较大的下行压力。

总体看,2019年上半年,化纤产品国内需求不振,在产量增长的态势下,供需矛盾加大,化纤行业对出口依赖度加大。 涤纶长丝价格回落明显,行业内企业的利润空间不断压缩。 随着产业链一体化程度的不断加深,产业利润有望上移。

氯碱

1. 政策控制行业增量,安全事故影响装置开工,供给提升有限。

2014年以来,江苏、浙江、山东等东部地区氯碱企业主动淘汰落后或闲置产能,控制新项目审批,行业产能增量有限。截至2019年6月底,国内PVC生产企业为75家,2019年全年PVC计划投产产能总计为146万吨,上半年PVC产能新增72万吨。截至2019年6月底,国内纯碱企业总计41家,产能为3168万吨/年,较2018年末增加产能120万吨/年,其中产能大于100万吨/年的企业有11家,合计产能达到1805万吨/年,约占国内总产能的56.98%,行业集中度较高。

二季度,受国内发生化工类安全事故影响,长期检修装置有所增多,对冲了一部分新增产能投产带来的供应增量。



2019年上半年,PVC累计产量954万吨,同比增长0.26%,产量增幅趋势较弱。2019年上半年,烧碱累计产量1745万吨,同比增长2.76%,2019年上半年国内烧碱总体开工率84.16%,较上年同期下降1.23个百分点。2019年上半年,累计纯碱产量为1349万吨,同比增长7.49%,2019年上半年纯碱企业周平均开工率81.77%,同比增加4.96%。

2. 下游需求支撑力度有限, 价格整体呈现走弱趋势。

PVC下游制品中以管材及型材为主的硬制品占比较高,其主要用于房地产行业,因而房地产市场的变化对PVC需求影响明显。2019年初开始,房地产新开工面积累计同比数经历了3月的短暂上行之后,自4月开始同比增速一路下行;2019年上半年,PVC表观消费累计为956.31万吨,与2018年同期的967.25万吨相比,略有下降;2019年上半年,PVC下游开工率自4月开始下行,PVC综合价格指数自5月开始明显下降。

2019年上半年,烧碱下游行业开工率均表现一般,氧化铝作为烧碱下游需求最大的行业,开工率自2019年2月后一直处于低位状态,印染行业开工率只有40%左右,粘胶纤维

开工率也不足80%,造纸(纸浆)行业虽开至80%,但离行业90%左右的高开工率依旧相差甚远。未来中美贸易摩擦升级的不确定性或将导致下游造纸、纺织等行业出口量有所减少,进而影响对原料烧碱的采购量。2019年上半年,国内液碱和烧碱价格均呈现下行趋势。

2019年上半年,国内纯碱表观消费量约为1283万吨,较 2018年同期表观消费量增长6.88%。纯碱中重质纯碱下游主 要用于生产浮法玻璃和光伏玻璃,轻质纯碱下游主要为日用 玻璃、泡花碱、两钠、五钠、印染、冶金、精制盐水等。2019 年上半年,浮法玻璃产量仍保持相对平稳,对重碱需求量平 稳,截至2019年6月28日,全国浮法玻璃生产线共计374条,在 产232条,对纯碱市场形成刚需支撑,但轻碱下游需求欠佳, 宏观经济不景气,加之受环保、安全检查影响,部分轻碱用 户对纯碱需求量萎缩。2019年上半年,纯碱产能产量增多, 开工率提高,总体供需宽松,价格波动下行。

总体看, 氯碱行业受产能控制以及化工类安全事故影响, 上半年行业供给增量有限, 但由于下游需求疲软, 主要产品价格整体走弱。

三、化工行业上半年信用风险回顾

1. 上半年化工企业债券发行及兑付情况

2019年货币政策维持稳健中性,资金面处于紧平衡态势。通过对Wind化工分类(不含石油炼制和综合油气)数据整理,上半年化工企业发行各类信用债券73只,同比减少8只,较2018年下半年减少2只;发行规模仅465.49亿元,较上年同期的大幅减少12.85%,从发行量到发行规模均呈下降态势。2019年上半年,化工企业总偿还量515.56亿元(含回售),同比减少23.52%,净融资额-50.07亿元,仍呈融资净流出态势,但净流出规模有所减小。

上半年化工企业中"同益实业集团有限公司"、"康得新

复合材料集团股份有限公司"、"宝塔石化集团有限公司"、 "山东金茂纺织化工集团有限公司"、"山东胜通集团股份有限公司"以及"东辰控股集团有限公司"未能足额支付其所发行债券应付本息,涉及本金余额合计122.27亿元,而上年同期化工企业无债券违约,债券兑付风险加大(详见表1)。

从发债主体发行时级别分布看,2019年上半年发行的73只信用债券对应的发债主体22家,级别分布与以往年度差异不大,仍以AA+和AA为主(详见图2)。

总体看,上半年化工企业发行人信用结构变化不大,但 在债券市场融资表现不佳,融资规模持续下降,化工企业在 债券市场融资呈净流出态势,同时,到期债券违约情况显著 增加,债券融资接续压力较大。

表1 2019年1—6月份违约债券情况

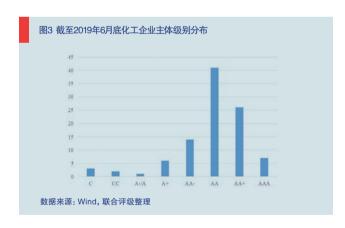
债券简称	违约日期	公司名称	发行时主体级别	最新主体评级	违约前级别	债券余额(亿元)
16同益债	2019-01-15	同益实业集团有限公司	AA	С	20181024,CC,大公国际	10.00
18康得新SCP001	2019–01–15	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	С	20190114.CC.调低.上海新世纪	10.00
18康得新SCP002	2019–01–21	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	С	20190114,00,1尚1以,上海新世纪	5.00
14宁宝塔MTN001	2019-01-29	宝塔石化集团有限公司	AA	С	20190123,CCC,调低,联合资信	8.00
17康得新MTN001	2019–02–15	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	С	20190114,CC,调低,上海新世纪	10.00
14鲁金茂MTN001	2019-02-21	山东金茂纺织化工集团有限公司	AA	С	20181129,CCC,调低,上海新世纪	10.00
16东辰01	2019-03-16	东辰控股集团有限公司	AA	CC		6.77
17东辰01	2019-03-16	东辰控股集团有限公司	AA	CC		2.00
18东辰01	2019-03-16	东辰控股集团有限公司	AA	CC	20181213,A+,调低,大公国际	3.00
16东辰04	2019-03-16	东辰控股集团有限公司	AA	CC		5.00
16东辰03	2019-03-16	东辰控股集团有限公司	AA	CC		4.50
16胜通MTN001	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		4.50
17胜通MTN002	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		5.00
16胜通MTN001	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		4.50
17胜通MTN002	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		5.00
17胜通MTN001	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		5.00
17胜通MTN001	2019-03-19	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С	20181225,A,调低,大公国际	5.00
16胜通03	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		9.60
17鲁胜01	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	C		7.00
18鲁胜01	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		2.00
18鲁胜02	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		2.00
16胜通01	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		11.70
17胜通01	2019-03-21	山东胜通集团股份有限公司	AA+	С		8.70
16同益01	2019-05-13	同益实业集团有限公司	AA	С	20181024,CC,调低,大公国际	3.00

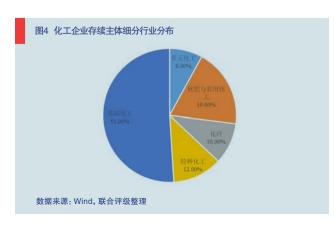
数据来源: Wind, 联合评级整理

2. 化工企业主体级别分部及级别迁徙

截至2019年6月底,Wind化工行业存续债券共350只,债券余额合计2333.38亿元,同比减少2.24%。有主体级别的化工企业共100家,从信用水平来看,级别集中于AA(占41%)和AA+(占26%);另外有3家C、2家CC、1家A-/A、6家A+,化工行业中级别偏低的存续债主体较多,考虑到近阶段市场融资环境不佳,行业整体信用风险提升(详见图3)。从细分行业看,基础化工子行业的企业占比最高(51家,占比51%),其







次为化肥与农用化工(19家,占19%),化纤、特种化工和多元 化工子行业中的存续债主体较少(详见图4)。

从存续债券余额来看,发行规模居前的化工企业有中国化工集团有限公司(319.00亿元)、中国蓝星(集团)股份有限公司(130.00亿元)、新疆中泰(集团)有限责任公司以及新疆中泰化学股份有限公司(合计176.42亿元)、浙江荣盛控股集团有限公司(118.00亿元)和浙江恒逸集团有限公司(116.40亿元)。

AA及以下的存续债券中,存续债券余额较大(>20亿元)的主体中新凤鸣集团股份有限公司的21.52亿元存续债券全部为可转债,考虑其转股因素,实际兑付压力或将小于普通公司债券。山东胜通集团股份有限公司和康得新复合材料集团股份有限公司已经违约。需关注上述存续债券余额较大的主体债券到期分布和集中兑付压力(详见表2)。

2019年上半年,主体级别调整的企业共9家,其中级别调低的企业5家,上年同期为7家;级别调高的企业4家,上年同期为4家。其主要下调的理由为资金紧张、债券兑付存在不确定性;公司债务逾期,企业处于破产重组状态;企业盈利能力大幅下滑至亏损状态等原因。主要上调的原因包括:公司公开发行股票使得公司资本实力增强;产能规模扩大;公司盈利能力增强等(详见表3)。

总体看,2019年化工企业信用等级调整家数较上年有所减少,但仍以下调为主,存续信用债券中级别偏低的主体占比较高,考虑到近阶段市场融资环境不佳,行业整体信用风险提升。

表2 截至2019年6月末Wind分类下AA及以下化工行业存续债券额度较大的主体(>20亿元)

主体名称	债券余额(亿元)	最新主体信用等级		
青海盐湖工业股份有限公司	61.74	AA-		
山东胜通集团股份有限公司	55.50	С		
湖北宜化化工股份有限公司	29.10	Α		
连云港市工业投资集团有限公司	22.60	AA		
湘潭振湘国有资产经营投资有限公司	22.20	AA		
内蒙古双欣能源化工有限公司	21.62	AA		
新凤鸣集团股份有限公司	21.52	AA		
亿利洁能股份有限公司	20.16	AA		
康得新复合材料集团股份有限公司	20.00	C		

数据来源: Wind, 联合评级整理

表3 2019年上半年化工企业主体信用评级变动情况

发行人	评级机构	评级 日期	调整后 主体级别	调整后 展望	调整前 主体评级	调整前 展望	主要调级理由
主体评级调低企业							
宝塔石化集团有限公司	联合资信	2019-1-29	С		CCC		14宁宝塔MTN001" 兑付资金尚未落实,到期本息兑付存在不确定性
五指4亿米四月次公司	秋口以旧	2019-1-23	CCC		BB		"14宁宝塔MTN001"已构成实质性违约
东辰控股集团有限公司	大公国际	2019-3-22	CC	负面	A+	负面	已出现多笔借款逾期及金融借款合同纠纷,且已进入破产重整程序
		2019–1–16	С		CC		"18康得新SCP001"已构成实质性违约,触发美元债交叉违约
康得新复合材料集团股份有限公司	上海新世纪	2019–1–14	CC		BBB		即将到期债券偿债资金无明确安排
來付別 交 口仍鬥朱凶汉[[] 刊改公司		2019–1–10	BBB		AA		涉及7,564.03万财产被查封、扣押或冻结,即将到期债券偿债资金无明确安排
			AA		AA+		所持股份质押比例极高及未能如期履行信托计划回购义务
山东胜通集团股份有限公司	大公国际	2019-3-22	С		А		债务逾期及破产重整表明其已处于资不抵债状态,未能按期偿付部分债券本 息导致违约
青海盐湖工业股份有限公司	中诚信证评	2019-6-27	AA+		AAA		主要化工项目运行情况不佳,亏损幅度较大,严重影响公司盈利表现
主体评级调高企业							
新奥生态控股股份有限公司	联合评级	2019-5-7	AA	正面	AA	稳定	甲醇产能增至120万吨,后装置甲醇制稳定轻烃拟2019年5月投产,届时公司整体收入及利润有望增强。同时2018年公司非公开发行股票
深圳市新纶科技股份有限公司	中证鹏元	2019–6–18	AA	稳定	AA-	稳定	非公开发行股票
湖北兴发化工集团股份有限公司	中诚信国际	2019-6-26	AA+	稳定	AA	稳定	非公开发行股票,磷矿石储备增加,草甘膦产能扩大
华峰集团有限公司	上海新世纪	2019-6-28	AA+	稳定	AA	稳定	营业收入和利润规模快速增长

资料来源: Wind

3. 下半年化工企业债券到期情况

据Wind数据统计,2019年下半年,化工行业到期债券余额合计733.15亿元,较上年同期增长33.28%。到期额度较大的主体级别多在"AA+"和"AAA",违约风险低,但即将到期债券中洪业化工集团股份有限公司、湖北宜化化工股份有限公司信用水平低,需关注到期兑付情况。

从2019年下半年化工企业债券到期额度来看,高信用等级的央企和国企占据主导,但民营企业中浙江恒逸集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司和鸿达兴业集团有限公司到期规模亦较大,分别为50.00亿元、45.00亿元和27.00亿元,由于现阶段民营企业融资形势依然较为严峻,需关注其到期兑付情况(详见表4)。

总体看,2019年下半年,化工企业到期债券大幅增加,若 考虑回售因素,下半年化工企业偿债压力很大,即将到期债券 中部分企业信用水平低,需关注到期兑付风险。

四、下半年展望

由于美国单边主义不断加强,全球贸易保护主义抬头,全球制造业或将持续疲软,数据显示,6月美国制造业PMI已降至

50.1,为近10年来的最低水平。由于贸易摩擦升级和经济不确定性加剧,国际权威机构纷纷下调今明两年全球经济增长预期,世界贸易组织将今年全球贸易增长预期由3.7%下调至2.6%。

化工行业受经济周期影响较大,由于经济面临较大下行

表4 2019年下半年化工企业到期额度较大的主体

主体名称	到期金额(亿元)	主体级别	评级展望
中国化工集团有限公司	84.00	AAA	稳定
中国蓝星(集团)股份有限公司	80.00	AAA	稳定
浙江恒逸集团有限公司	50.00	AA+	稳定
重庆化医控股(集团)公司	46.60	AA+	稳定
浙江荣盛控股集团有限公司	45.00	AA+	 稳定
中化化肥有限公司	45.00	AAA	稳定
新疆中泰化学股份有限公司	40.00	AA+	稳定
万华实业集团有限公司	35.00	AAA	 稳定
新疆天业(集团)有限公司	35.00	AA+	稳定
鲁西化工集团股份有限公司	30.00	AA+	 稳定
鸿达兴业集团有限公司	27.00	AA+	 稳定
新疆中泰(集团)有限责任公司	25.00	AA+	 稳定
中国盐业集团有限公司	20.00	AA+	 稳定
中化国际(控股)股份有限公司	20.00	AAA	 稳定
洪业化工集团股份有限公司	15.00	CC	列入观察名单
湖北宜化化工股份有限公司	10.60	Α	列入观察名单
湖北宜化集团有限责任公司	10.00	A	列入观察名单
合计	618.20		

数据来源: Wind, 联合评级整理

压力,同时,国内消费增长乏力,出口增速持续放缓,部分子行业产能过剩严重,市场价格总体疲软。根据目前国际油价走势以及全球宏观经济形势发展判断,下半年国际油价或将与上半年持平,但美伊对抗持续升级,甚至扬言诉诸武力,中东局势将使国际油价剧烈波动。目前,国际原油、煤炭等大宗原材料商品价格上涨乏力,下游化工产品市场价格支撑力不足。下半年基础化学原料和合成材料市场需求将延续低速增长格局,价格或将延续整体疲软走势,部分产品受主要厂商装置开工情况或有所分化。国内化肥市场价格总体或将延续平稳运行格局,但受成本高位运行影响,主要产品价格或小幅回升。未来,化工行业上行压力有所增大,行业调整仍在持续之中,若不出

现重大负面事件,预计全年行业盈利情况与上年大致持平。

下半年,化工行业在面临较为严峻外部环境的同时又将迎来中央第二轮生态环境保护例行督察。本轮环保督查计划从2019年起,用三年左右时间完成,再用一年时间开展"回头看"。这对安全环保历史欠账较多、隐患较多的化工企业将会造成一定不利影响,农药、染料和医药等污染问题较为突出的行业中部分企业的停产或将给产业链上下游造成较大影响。

2019年下半年,化工行业将迎来近年债务到期的高峰,在上述诸多不利因素影响下,若融资环境无明显改善,到期债务无法接续,化工企业将面临较大资金周转压力,行业整体信用风险或将加大。

评级小贴士

关于双创专项债务融资工具的一些基本知识

定义

双创专项债务融资工具是指非金融企业在银行间市场发行的,募集资金通过投债联动的模式用于支持科技创新企业发展的债务融资工具。

发行主体

发行主体应为具备良好盈利能力及偿债能力的实体产业运营主体,国有资本投资、运营公司,园区经营企业等向科技创新领域具有股权投资需求的企业。

运作模式

企业应将双创专项债务融资工具募集资金用于偿还银行贷款、补充企业营运资金、项目建设等用途,同时要求一定比例的资金以股权投资或基金出资等形式支持科技创新企业发展。企业应综合考虑自身财务状况及偿债能力,合理设置募集资金用于股权投资或基金出资等用途的比例,原则上不超过注册金额的50%。

所投企业

所投科技创新企业应为符合国家战略性新兴产业相关政策,符合大众创业、万众创新相关要求,拥有核心技术,科技创新能力突出,具有稳定的商业模式,社会形象良好,具有较强成长性的企业。主承销商应出具关于募集资金用途支持科技创新企业的专项说明,对拟投资企业是否符合国家及地方关于科技创新相关发展规划和政策要求发表明确意见。

资料来源:中国银行间市场交易商协会《关于发布<双创专项债务融资工具信息披露表>的公告》

2019年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 夏妍妍 董欣焱

一、2019年上半年我国债券市场违约情况回顾

债券市场违约事件持续发生

2019年上半年,我国债券市场新增¹25家违约发行人,共 涉及到期违约债券59期,到期违约金额合计约303.39亿元, 新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数以及到期违约 金额较2018年下半年(31家,84期,585.85亿元)有所下降,较 2018年上半年(10家,13期,87.56亿元)明显上升(详见图1)。

截至2019年上半年末,我国债券市场累计有165家发行人发生违约,共涉及到期违约债券330期,到期违约金额合计约2246.95亿元。

2019年上半年债券市场违约事件持续发生主要可以归结为以下原因:

1. 宏观经济增速持续放缓, 企业盈利能力下降

2019年上半年,全球经济政治形势将更加错综复杂,中美贸易摩擦持续,全球经济增长动能继续减弱,主要国家经济均呈放缓趋势。国内经济方面,我国经济运行虽保持在合理区间,但总体仍延续放缓态势,GDP同比实际增速(6.3%)较上年同期(6.8%)继续放缓;全国规模以上工业增加值同比增速(6.0%)较上年同期(6.7%)有所回落,均为近年来最低。

在经济增速放缓背景下,总需求减少以及价格下降对企业的生产经营产生不利影响。2019年上半年,全国规模以上工业企业实现利润总额约3.0万亿元,同比下降2.4%²,降幅虽然较1—3月(-3.3%)有所收窄,呈现企稳态势,但较上年同

期 (17.2%) 仍大幅回落; 工业企业营业利润率为5.7%, 虽较 1—3月 (5.3%) 有所上涨, 但仍低于上年同期 (6.5%)。

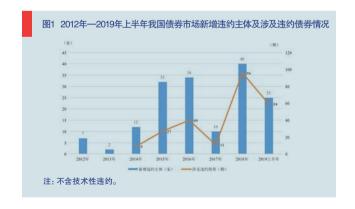
截至2019年6月末,我国工业企业亏损家数(74749家) 较上年同期(69187家)增加了8.0%,亏损额(4667.7亿元)较 上年同期(4164.6亿元)增加了12.1%,企业盈利能力下降导 致整体信用风险继续加大。

2. 债券大规模到期, 偿债压力较大

2019年上半年,我国主要信用债总偿还量⁴为4.23万亿元, 与2018年下半年大致相当,较上年同期(3.61万亿)明显增加, 2019年下半年总偿还量约为4.41万亿元,仍维持较高水平。

3. 市场对打破刚兑意识加深, 政府兜底协调能力和意愿下降

一方面,近年来,我国债券市场违约事件发生日趋常态化,2018年债券市场的违约趋于常态化和今年以包商银行为代表的中小银行风险的暴露,使得市场参与方风险偏好有所下降。另一方面,地方政府债务及隐性债务风险防范与管控



¹ 新增是指发行人在统计期之前未发生违约,包括公募债券和私募债券违约事件。

²按可比口径计算。

³ 主要包含非政策性金融债、短期融资券(含超短期融资券)、中期票据、企业债、公司债(含私募债)、定向工具、资产支持证券。

⁴ 含到期还款、提前兑付和回售,以下同。

愈加严格,各类"堵后门"政策导致地方政府举债融资行为的政策边界愈加明确,加上经济增长放缓背景下政府财力有限,政府兜底协调能力和意愿有所下降。

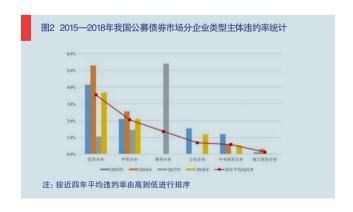
4. 融资环境整体有所改善是违约较2018年下半年减少的主要原因

近年来,受宽松政策影响,部分企业大量融资、负债扩张较为激进,但在2018年以来的金融严监管叠加政府债务风险管控下,部分企业资金周转困难、短期偿债压力较大,在外部融资收紧的情况下,最终导致资金链断裂,2018年成为我国债券市场违约高峰,市场避险情绪高涨。在此背景下,2019上半年央行灵活运用定向降准、逆回购、MLF、TMLF⁵、SLF、抵押补充贷款(PSL)以及国库定存、央行票据等工具维持流动性合理充裕,并通过民营企业债务融资支持工具等支持相关企业融资,企业融资环境整体有所改善是2019年上半年新增违约事件较2018年下半年显著下降的主要原因。

但与此同时,部分企业由于经营能力和资金周转能力短时间内难以改善,加之避险情绪作用下企业外部融资环境缓解有限,导致2019年上半年违约率依然较高。

违约主体仍以民企为主

2019年上半年,新增违约发行人基本均为民营企业,占 比较上年大幅提高。从违约金额来看,2019年上半年新增违 约民企违约金额约289.01亿元,占新增违约主体总违约金额



的95.26%。从近四年不同类型企业平均违约率来看,民营企业一直是我国债券市场的违约"高发地"(详见图2)。

从等级调整来看,2019年上半年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量最多,为27家共30次,地方国有企业被调降7家共8次,中央国有企业无调降发行人;2019年上半年我国公募债券市场民企调降率为5.68%,较2018年下半年(6.02%)有所下降,较2018年上半年(2.62%)显著上升,仍为调降率最高的企业类型。

2019年上半年,民企违约事件频发除与宏观经济增速持续放缓、前期融资压力延续、债券大规模到期等不利因素有关,还包括以下原因:

1. 经济放缓过程中民企盈利能力有限,且融资环境较难改善在近年来我国宏观经济增速放缓和经济去杠杆的背景下,民营企业"劣势"更为明显,2019年上半年工业企业中民营企业的营业利润率下降至4.79%,明显低于国有企业,同时民营企业亏损数量同比增速(6.10%)显著高于国有企业(3.80%)。

与此同时,尽管2019年以来监管层采取多种货币政策工具维持流动性合理充裕并且通过纾困专项债、信用风险缓释工具支持民企融资,但受违约事件持续发生、监管持续加强及包商银行事件等影响,银行资产端风险偏好进一步降低,并且股权质押条件趋严,限制发行人通过协议式回购进行结构化融资,非标融资受限持续萎缩,民营企业融资环境改善并不明显,民企融资成本维持在高位。从发行利率来看,以发行样本较多的AA+级民营企业及国有企业3年期公司债为例,民营企业的平均发行利率2017年、2018年持续增长,且均显著高于国有企业,尽管2019年上半年发行利率在市场资金面较为充足的背景下均有所下降,但民营企业的平均发行利率降幅显著低于国有企业,发行成本仍维持在高位。

2. 公司经营治理存在缺陷, 大多存在激进扩张问题

今年企业违约仍主要受宏观经济和融资环境的不利影响,同时企业战略决策失误、关联方及上下游资金占用严重、实际控制人风险及内控风险、区域互保联动风险等因素导致一些

⁵²⁰¹⁸ 年 12 月 19 日,央行决定创设 TMLF,根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况,向其提供长期稳定资金来源。

企业经营和财务状况进一步恶化,最终无法偿还到期债务。

第一,激进扩张和业务转型战略下形成较大的资金占用和持续大规模的资本性支出,导致企业对债务融资依赖性提高,过度举债叠加应付债券集中到期等因素,公司短期债务偿付能力持续承压。

首先,激进的大规模并购不仅形成大量资金占用,也导致商誉规模大幅攀升,带来商誉减值风险。例如三胞集团有限公司(以下简称"三胞集团")近年来进行多笔大规模并购,造成投资性现金流净流出大幅增长,导致公司过度举债、持有的上市公司股权高比例质押,在企业长期经营获现能力不足、债务集中到期时,最终多类型债务逾期、股权被悉数冻结,失去偿债能力。庞大汽贸集团股份有限公司(以下简称"庞大汽贸")、哈尔滨秋林集团股份有限公司(以下简称"秋林集团")及成都天翔环境股份有限公司(以下简称"秋林集团")及成都天翔环境股份有限公司(以下简称"秋林集团")等主体违约大多与大规模投资并购有关。

其次,部分违约主体还存在业务战略转型失败情况。如金洲慈航集团股份有限公司(以下简称"金洲慈航")、大连天宝绿色食品股份有限公司(以下简称"大连天宝")、宝塔石化集团有限公司(以下简称"宝塔石化")及国购投资有限公司(以下简称"国购投资")等。如金洲慈航经营范围为黄金珠宝加工等业务,2015年通过收购丰汇租赁有限公司将主营业务转为对资金需求较高的融资租赁、委托贷款等金融业务,导致公司过度举债,但公司风控能力不足,项目资金无法回收,最终公司无法偿债。

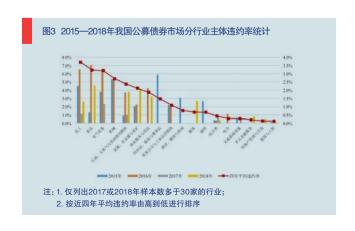
此外,激进扩张战略进一步导致关联方及上下游资金占用严重,企业应收款项(含应收账款、应收票据、其他应收款)高企,资产质量较差,内部流动性枯竭。如大连天宝、宝塔石化、天翔环境、南京建工产业集团有限公司及北讯集团股份有限公司(以下简称"北讯集团"),应收款项占流动资产比例均在50%以上,其中天翔环境应收款项占流动资产比例更是高达80.89%,资产实际变现能力脆弱,内部流动性严重不足。

第二,实际控制人风险及内控风险不仅对企业经营发展带来较大影响,引起再融资环境急剧恶化,同时存在大股东资金占用,导致企业实际流动性不足,最终发生违约。 民营企业的经营易受实际控制人影响,实际控制人可能利用 职权便利违规挪用占用公司资金,公司也更易出现财务信息造假、信息披露不尽责等问题。例如,山东胜通集团股份有限公司(以下简称"山东胜通")存在虚构客户、虚增收入、固定资产和存货的行为;康得新复合材料集团股份有限公司(以下简称"康得新")货币资金被控股股东大规模侵占挪用;秋林集团违规使用募集资金,董事长与副董事长失联;宝塔石化票据业务涉嫌违法犯罪,实际控制人及多名高管被刑事调查。

第三,区域内互保现象严重,引发互保联动风险。东辰控股集团有限公司(以下简称"东辰控股")与山东胜通等违约企业存在互保现象。东辰控股与山东胜通互保对象中,山东大海集团有限公司、山东金茂纺织化工集团有限公司、山东金信新材料有限公司等已破产重整,引发互保联动风险,互保公司间发生多起担保代偿纠纷,导致公司偿债能力严重恶化。

违约行业覆盖面进一步扩大

2019年上半年,我国新增债券违约主体涉及行业14个,与往年相比,新增家庭耐用消费品和制药行业发生违约,违约行业覆盖面进一步扩大;化工,食品,纺织品、服装与奢侈品以及多元金融服务违约家数较多。化工行业仍主要受到经济增速放缓以及供给侧结构性改革影响,部分企业盈利能力恶化,加之外部融资渠道不畅及个体存在地区内互保情况。其他行业由于违约主体较为分散,未有明显的行业特征。从近四年不同行业企业平均违约率来看,违约主要集中在化工、食品、电气设备、机械、石油、天然气与供消费用燃料等行业(详见图3)。

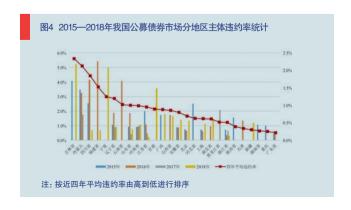


从等级调整来看,2019年上半年,我国公募债券市场建筑与工程行业调降家数(5家)最多,纺织品、服装与奢侈品行业和化工行业调降家数(均为4家)并列第二,其次是食品行业(3家),汽车行业(3家),电气设备行业(2家),房地产管理和开发行业(2家),家庭耐用消费品行业(2家),金属、非金属与采矿行业(2家)以及石油、天然气与供消费用燃料行业(2家)。2019年上半年,我国公募债券市场汽车、纺织品、服装与奢侈品和家庭耐用消费品行业发行人调降率较高,分别为16.67%、15.38%和12.50%,其次为软件、汽车零配件、多元化零售、食品、航空货运与物流、专营零售和电气设备行业(均在5%以上),可能存在样本量偏少影响。

违约主体主要分布在民营企业较多、轻工业较为密集的地区

2019年上半年,我国债券市场新增违约主体主要分布在广东(4家)、江苏(3家),山东(2家)、河南(2家)以及黑龙江(2家),其余省份违约较少。从新增违约主体债券违约规模来看,山东(79.46亿元)、安徽(49.49亿元)、上海(40.46亿元)、广东(33.92亿元)、江苏(29.94亿元)和河北(11.56亿元)地区违约金额占全部新增违约主体违约规模的近85%。从地区来看,今年上半年违约发行人更多位于民营企业较多、轻工业较为密集地区。从近四年不同地区企业平均违约率来看,违约主要集中在吉林、内蒙、四川等地(详见图4)。

从等级调整来看,2019年上半年,我国公募债券市场北京地区调降家数(5家)最多,江苏、广东、山东地区调降家数(均为4家)并列第二,浙江、安徽、重庆、福建、辽宁、河南



以及青海地区调降家数均为2家,其余省份调降家数较少。 2019年上半年,我国公募债券市场青海、宁夏、海南、甘肃和 黑龙江等地区调降率相对较高(主要受样本量偏少影响), 其余省份调降率较低。

新增违约主体中上市公司占比有所上升

2018年以前,上市公司发生债券违约的情况较为少见, 2018年新增债券违约主体中上市公司占比急速攀升至40%, 2019年上半年新增债券违约主体中上市公司占比为36.00%, 仍维持较高水平。一是上市公司股东高比例质押股票,导致 融资弹性下降,同时股价大幅下跌导致的强制平仓风险,可 能引发资金链进一步收紧,导致违约的发生,如康得新复合 材料集团股份有限公司(以下简称"康得新集团")、宝塔石 化、庞大汽贸等。二是并购重组使得一些企业商誉规模快速 增长,但一定程度上也可能会低估企业的债务负担,当企业 未来的获利能力不能实现,那么将会导致商誉减值,净资产 缩水,对企业的信用水平和再融资产生不良影响,如三胞集 团、国购投资等。三是部分上市公司违规行为增加,在信息 披露、财务信息真实性等方面受到监管机构问询函、警示函 的频次明显上升,上市公司内控制度不完善导致声誉受损, 再融资渠道进一步受限,如康得新集团、庞大汽贸、天翔环 境等。

"短债长投"导致期限错配,短期偿债压力过大

在前期激进扩张下,一些企业受困于持续的资本性支出压力及上下游企业占款,长期融资需求旺盛。但是,受经济去杠杆、监管持续增强及包商银行事件等影响,银行资产端风险偏好进一步降低,信贷投放更加谨慎,贷款呈现短期化趋势,企业只能采用"短债长投"方式,不断进行期限错配。短期融资虽然能一时缓解企业流动性缺口,但对短期融资的依赖性也将降低企业资金运用的灵活度,难以实现战略上的资源优化配置,导致流动性风险蔓延至企业经营活动,一旦资金链条中某一环节出现问题,就很容易导致违约事件的发生。例如,河南众品食品有限公司、宝塔石化等违约主体均存在"短债长投"现象,短期债务的滚动压力较大,最终由于资金链条断裂而发生违约。

违约债券含回售权比例明显上升

2019年上半年,新增违约主体涉及违约债券含回售权比 例为65.79%, 较2019年之前违约债券比例(43.27%)显著上 升。含回售权债券一般附加调整票面利率选择权,即在发行 人发出关于是否调整债券的票面利率及调整幅度的公告后, 债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登 记,将持有的债券按面值全部或部分回售给发行人,因此发 行人可以通过调整票面利率影响债券的存续期。但是,上调 票面利率将进一步增加发行人融资成本,并且在上年信用事 件频发的影响下,投资者风险偏好明显下降,对票面利率的 敏感度不高, 尤其是当发行人发生负面事件、盈利能力下滑 影响偿债能力时,无论是提高票面利率还是追加内部增信, 并不能削弱投资者的回售意愿,债券持有人往往会选择提 前回售,最终导致发行人无力偿还提前回售债券而违约。例 如,广东奥马电器股份有限公司、三胞集团、国购投资等违 约主体均存在回售日到期但公司流动性不足以完成回售债 券的兑付情况。

二、2019年下半年我国债券市场违约情况展望

违约事件仍将持续发生,但债券市场信用风险总体可控

一方面,违约事件仍将持续发生。一是全球经济复苏继续放缓、我国经济下行压力仍然较大,上半年工业企业利润负增长,部分企业面临的生产经营压力继续加大,信用违约风险不可忽视。二是在深化金融供给侧结构性改革的背景下,防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险仍是金融工作的根本性任务,近期的政策导向显示监管层控制杠杆和打破刚兑的决心不减,5月银保监会下发的23号文重提巩固整治金融乱象成果、持续推动重点领域问题整治等,包商银行被银保监会接管事件表明金融领域刚兑有望被逐步打破,市场风险偏好有所下降。在此背景下,一些信用状

况较差、经营不佳的企业信用风险将会持续暴露。

另一方面,债券市场信用风险整体可控。在经济下行压 力加大的背景下,稳健的货币政策仍将继续保持松紧适度, 维持流动性合理充裕,保持货币、信贷及社会融资规模合理 增长, 利率水平将继续保持合理稳定。在全球货币政策趋向 宽松的背景下我国货币政策的操作空间有所加大6,将进一 步聚焦服务实体经济、深化金融供给侧结构性改革、防范 化解重大金融风险。在此背景下,债券市场信用风险总体可 控。此外,从债券到期量来看,2019年下半年主要信用债总 偿还量约为4.4万亿元, 较上半年(4.2万亿元)有所增加, 偿 债压力进一步加大。从级别来看,2019年下半年到期主要信 用债仍集中在AA级及以上⁷,到期期数和规模占比均在97% 以上,且AAA级债券到期期数和规模占比均较上半年提高5 个百分点左右, AA+和AA级债券到期期数和规模占比均较 上半年有所下降,较低信用等级债券到期偿还压力略有降 低。从券种来看,2019年到期的主要信用债中,短期融资券 到期规模(约1.82万亿元)最大,其次是金融债(约0.59万亿 元)、中期票据(约0.57万亿元)、公司债(约0.49万亿元)、资 产支持证券(约0.41万亿元)、定向工具(约0.28亿元)以及企 业债(约0.21万亿元)。此外,未来将陆续有永续债进入行权 期,对于在在利率调升机制下仍然选择续期的发行主体,可 能是由于流动性较为紧张,未来可能面临较大的付息和兑付 压力,对干该类发行人应关注其违约风险。

民营企业仍将是信用风险的主要爆发点,需警惕信用资质较弱、存在激进投资扩张以及发生负面事件的民企信用风险

一是民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大,在经济去杠杆和金融严监管的背景下,民企融资难、融资成本高使得信用风险较国企而言更高,加上民企自身存在公司治理方面的缺陷,一些财务状况较差的中低信用等级民营企业容易发生违约,而违约事件频发又使得投资者风险偏好下降,民企融资环境更加恶化,从而导致恶性循环。

⁶7月18日,韩国、印尼、乌克兰、南非四国先后宣布降息,欧洲央行行长德拉吉在今年6月表示,政策利率进一步下调和净资产购买计划仍然是政策选项的一部分。此外,鲍威尔在7月11的发言表示,将"适当"采取"适当行动以维持当前经济扩张,美联储在七月降息概率上升至97.2%。

⁷ 不含资产支持证券。

二是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。2018 年下半年以来监管层采取了推出民企债务融资支持工具等 一系列措施支持民企、小微企业债券融资,但在债券市场违 约事件持续发生、投资者风险偏好有所下降的背景下成效有 限,民企融资难、融资贵的问题并没有得到显著改善,整体 信用风险依旧较高。三是从到期情况来看,2019年下半年, 民企所发主要信用债⁸到期期数和规模(521期、3384.1亿元) 约占主要信用债到期期数的13.3%和到期规模的8.6%,到期 期数、规模以及各自占比均较上半年有所增加。今年4月,中 办、国办印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》, 要求进一步完善债券发行机制,提出使用信用风险缓释凭证 等债券融资支持工具支持民营企业债券融资等措施。5月, 发改委等部门联合发布《关于做好2019年降成本重点工作的 通知》,要求推动债券品种创新,扩大优质企业债券发行规 模,积极支持符合条件的企业扩大直接融资。未来民企融资 仍将得到政策支持,但基于经济存在下行压力以及市场风险 偏好下降,未来需要警惕信用资质较弱、存在激进投资扩张 以及发生负面事件等的民营企业信用风险。

城投企业整体信用风险不大,需关注区域经济财政实力下 滑、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大城投企业信 用风险

一方面,城投企业整体信用风险不大。一是当前中国经济面临一定的下行压力,在稳增长稳投资的背景下,基建补短板力度将持续加大,同时宽信用政策仍将延续,城投企业整体再融资环境将保持相对宽松,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,进一步拓宽基建项目资金来源,同时积极鼓励银行、保险公司等金融机构提供配套融资支持,这对参与重大项目建设的城投企业有利;二是监管层加强地方政府债务风险防范、积极推动隐性债务化解,以低息贷款置换高息债

务、长期债务置换短期债务,为城投企业缓解债务压力、降 低融资成本、推进市场化转型等提供条件,有利于城投企业 信用水平保持稳定。

另一方面,城投企业信用状况将进一步分化,刚兑信仰将被逐步打破。据不完全统计,2019耐以来城投企业非标产品违约事件较上年同期增长一倍多,违约产品多位信托计划,违约主体集中在贵州、云南、湖南、内蒙古、陕西等中西部地区,随着违约发生常态化及地方政府债务风险管控力度的逐步加强,城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱,城投刚兑信仰将被逐步打破。从到期量来看,2019年下半年,城投债总偿还量约为1.06万亿元,较上半年增长约4%左右,下半年城投企业的到期偿债压力略有增加。未来城投企业信用状况分化将加剧,经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司,其发展及信用基本面将得到支撑,区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大的城投企业的信用风险较高。

关注重资产强周期行业、石油天然气、房地产、贸易等行业 信用风险

重资产强周期行业方面,煤炭、有色金属、机械制造、化工、电力与电网等行业资本密集程度较高,行业整体债务杠杆偏高,受到经济增速放缓以及供给侧结构性改革影响,部分企业经营不善,盈利能力恶化,侵蚀企业的现金流和资产流动性,在外部融资渠道不畅的情况下,偿债压力较大。

石油天然气行业方面,我国石油对外依存度高,炼油产能过剩较为严重,在行业供给过剩、原油价格剧烈波动、人民币对美元贬值以及环保要求趋严的背景下,石油天然气行业企业信用风险整体有所上升,信用分化将进一步加剧,缺乏外部支持、外部融资渠道有限的企业将面临较大的流动性压力,未来可能会因银行抽贷、互保及实际控制人风险等因素导致信用风险事件的发生。

房地产行业方面,2019年年初,受益于政策环境略有改

⁸ 不包含资产支持证券。

善、市场流动性合理充裕,房地产行业融资状况有所改善,但 自5月以来,监管层出台了相关措施抑制房地产企业违规融 资,《关于开展"巩固治乱象成果合规建设"工作的通知》要 求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融 资,多家信托公司收到银保监会窗口指导要求控制房地产信 托业务规模,《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有 关要求的通知》要求房地产企业发行外债只能用于置换未来 一年内到期的中长期境外债务,房地产融资渠道有所收紧。 今年下半年房地产行业债券总偿还量(约2660.4亿元)较上 半年略有减少,较上年同期有所增加,偿债压力依旧较大。 此外, 近期人民币对美元汇率破"7", 人民币贬值会加重我 国在境外发债房企的偿债压力,总体来看,需重点关注抗风 险能力较弱的中小房企及海外发债规模较大同时也没有采 取衍生品工具对冲外债风险敞口的房企信用风险。贸易行 业方面,全球经济增速放缓、中美贸易摩擦的反复和不确定 性、人民币汇率波动增强等因素叠加或导致相关贸易行业企

业经营环境恶化,由于贸易行业自身毛利率偏低,经营环境恶化对企业盈利冲击较大,信用风险将会加大,未来仍需继续关注。

关注东北、江浙及部分西部地区发行人的信用风险

从违约主体数量来看,违约发行人更多集中在产能过剩行业集中区域、东南沿海、经济较发达等地。东北地区由于重工业企业较多,产业转型压力大,在供给侧结构性改革的大背景下,产能过剩行业整体低迷导致部分企业面临较大的经营压力,违约风险较大。江浙地区经济发展水平较高,但民营企业居多且以贸易、制造业和出口加工型为主,当前全球经济增长放缓,中美贸易摩擦不确定性较大,对江浙地区出口企业的不利影响仍将持续。部分西部地区省份如新疆、陕西和贵州经济欠发达,部分企业生产经营效益不佳,自身创造现金流的能力有待提高,在融资环境偏紧、市场信用风险偏好较低的情况下,偿债压力较大。

私募可转债大扩容, 信用风险不容忽视

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 陈诣辉 李天娇

2019年8月30日,在中国证监会的统一部署下,上海证券交易所(以下简称"上交所")、深圳证券交易所(以下简称"深交所")、全国中小企业股份转让系统有限责任公司(以下简称"全国股转公司")、中国证券登记结算有限责任公司(以下简称"中国结算")联合发布了《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》(以下简称"《实施办法》"),对可在证券交易所(以下简称"交易所")挂牌交易的非公开发行可转换公司债券(以下简称"私募可转债")的发行人范围、转股流程、信息披露等方面进行了规范。《实施办法》明确规定可在交易所挂牌交易的私募可转债的发行人为股票未在交易所上市的股份有限公司(有限责任公司可参照执行),大大拓展了私募可转债的发行人范围,有利于缓解

民营企业、中小企业融资难融资贵的困境;《实施办法》规范 了私募可转债发行人、受托管理人等信息披露义务人的信息 披露内容和频率,有利于提高私募可转债的信息披露质量, 更好地保护投资者的合法权益;由于非上市、非挂牌公司的 股份没有交易所的交易价格和全国股转系统的转让价格,因 此,非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到市 场化定价依据,可能会降低私募可转债的发行成功率;由于 非上市、非挂牌公司的股份不能上市交易、挂牌转让,因此, 其私募可转债转股的可能性较小;《实施办法》未对私募可 转债的信用评级做专门规定,但私募可转债的信用风险不容 忽视。

拓宽了私募可转债的发行人范围。近年来,民营企业、中

小企业融资难融资贵问题日益突出,特别是非上市、非挂牌 的民营企业和中小企业很难通过资本市场获取资金,被迫依 赖民间借贷、P2P、非标等融资渠道,承担较高的融资成本。 2018年7月-2019年6月,民营企业在我国债券市场的净融资 额为-640.24亿元,而同期国有企业在我国债券市场的净融资 额高达24295.19亿元; 2019年上半年, 民营企业发行的AA+ 级3年期公司债的平均融资成本为6.69%,高于同期国有企 业的平均融资成本(5.09%)1.60个百分点。为了缓解民营企 业、中小企业融资难融资贵的困境,政府推出了一系列政策 措施。2017年7月,中国证监会公布了《关于开展创新创业公 司债券试点的指导意见》(证监会公告[2017]10号,以下简 称"10号公告"),鼓励创新创业公司发行私募可转债,并减 免全国中小企业股份转让系统(以下简称"全国股转系统" 或"新三板")挂牌公司发行的私募可转债转换成挂牌公司 股份时的股份登记费用及转换手续费。2017年9月,上交所、 深交所、全国股转公司、中国结算联合发布了《创新创业公司 非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》(以下简 称"《细则》"),对创新创业公司发行私募可转债的挂牌转 计条件、转股流程、信息披露等方面进行了初步规范: 但《细 则》将私募可转债的发行人范围严格限定在两类企业(一类 是创新创业公司,另一类是募集资金专项投资于创新创业公 司的公司制创业投资基金和创业投资企业),并对注册或主 要经营地在国家"双创"示范基地、全面创新改革试验区域、 国家综合配套改革试验区、国家级经济技术开发区、国家高 新技术产业园区、国家自主创新示范区等创新创业资源集 聚区域内的公司、新三板创新层的挂牌公司给予重点支持, 实际上将广大新三板基础层的挂牌公司、非挂牌公司排除 在外。2019年2月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布 《关于加强金融服务民营企业的若干意见》(以下简称"《意 见》"),要求加强对民营企业的金融服务,扩大定向可转债 适用范围和发行规模,扩大创新创业债试点,支持非上市、 非挂牌民营企业发行私募可转债。2019年8月,上交所、深交 所、全国股转公司和中国结算联合发布的《实施办法》贯彻 落实了《意见》的要求,明确规定私募可转债的发行人为股 票未在交易所上市的股份有限公司(有限责任公司可参照执 行),大大拓展了私募可转债的发行人范围,囊括了广大新三

板基础层的挂牌公司和非挂牌公司,为非上市、非挂牌公司 开辟了新的融资渠道,有利于缓解民营企业、中小企业融资 难融资贵的困境。

加强了私募可转债的信息披露。《实施办法》规范了私 募可转债发行人、受托管理人等信息披露义务人的信息披露 内容和频率,提高了私募可转债的信息披露质量,切实保护 投资者的合法权益。与《细则》相比,《实施办法》新增了受 托管理人的信息披露义务: 受托管理人应当在年度受托管理 事务报告中披露报告期内转股情况、发生可能导致投资者无 法转股的情形和相关后续安排及其执行情况。私募可转债 的转股情况是投资者十分关心的重大事项,受托管理人定 期披露转股情况,有利干投资者及时掌握私募可转债的转 股动态,并对无法转股的情形及时采取应对措施,维护投资 者的合法权益。《实施办法》新增了发行人在转股后的信息 披露内容:发行人为新三板挂牌公司的,除了在交易所、全国 股转公司指定信息披露平台披露转股实施结果公告之外,还 需要披露主办券商合法合规性意见、法律意见书、转股情况 报告书、股票挂牌转让公告。私募可转债的转股业务对合法 性、合规性有很高的要求。发行人在转股后披露转股实施结 果公告的同时,披露主办券商出具的合法合规性意见、律师 事务所出具的法律意见书等文件,可以确保转股业务的合法 性、合规性,切实保护投资者的合法权益。

非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到市场化定价依据。《实施办法》要求在私募可转债的募集说明书、股东大会决议、董事会决议中披露私募可转债的转股价格及其确定方式,但没有对转股价格的确定方式作出具体规定。依据《上市公司证券发行管理办法》和实务操作,上市公司、挂牌公司私募可转债的转股价格确定方式为:不低于募集说明书公告日前20个交易日(或转让日)公司股票交易均价(或转让均价)和募集说明书公告日前一个交易日(或转让日)公司股票交易均价(或转让均价)和募集说明书公告日前一个交易日(或转让日)公司股票交易均价(或转让均价)。上市公司、挂牌公司私募可转债的转股价格确定方式体现了市场化定价原则,具有合理性和可操作性。而非上市、非挂牌公司尚未上市、挂牌,其股份不存在交易所的交易价格和全国股转系统的转让价格,因此,非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到交易价格、转让价格做参考,只能依据每股收益

或每股净资产。非上市、非挂牌公司可以在每股收益、每股净资产的基础上,考虑一定的市盈率 (PE) 倍数、市净率 (PB) 倍数,再与投资人协商确定最终的私募可转债转股价格。这种私募可转债的转股价格确定方式缺少市场化定价依据,同时,定价协商的时间成本较高。由于缺少市场化定价依据,发行人、主承销商与投资者可能会对转股价格存在较大分歧,最终难以达成一致的转股价格,导致私募可转债的发行成功率降低。

非上市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小。《实 施办法》规范了私募可转债的挂牌转让条件、转股条件和转 股流程。目前,上市公司可转债的发行和转股需要遵循中国 证监会制定的《上市公司证券发行管理办法》,到转股期后, 可转债持有人可将其持有的可转债转换为上市公司股票,并 于转股的次日成为上市公司的股东: 挂牌公司私募可转债的 发行和转股需要遵循全国股转公司制定的《全国中小企业股 份转让系统业务规则(试行)》,到转股期后,私募可转债持 有人可将其持有的私募可转债转换为挂牌公司股份,并可在 新三板转让。非上市、非挂牌公司私募可转债的发行和转股 主要遵循《实施办法》,到转股期后,非上市、非挂牌公司私 募可转债持有人可将其持有的私募可转债转换为非上市、非 挂牌公司的股份。由于非上市、非挂牌公司尚未上市、挂牌, 其股份尚不能上市交易、挂牌转让,且其股东人数不超过 200人(有限责任公司的股东人数不超过50人),因此,非上 市、非挂牌公司的股份缺乏流动性。如果非上市、非挂牌公 司私募可转债持有人将其持有的私募可转债转换为非上市、 非挂牌公司的股份,那么,持有人快速转让股份的难度较 大。所以,非上市、非挂牌公司私募可转债持有人对干转股 的积极性不高,更有可能持有私募可转债到期。整体来看, 上市公司、挂牌公司私募可转债转股的可能性较大; 而非上 市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小,更接近普通 私募债产品。为促进非上市、非挂牌公司私募可转债转股, 需要进一步探索提高非上市、非挂牌公司股份流动性的配套 措施。

私募可转债的信用风险不容忽视。《实施办法》没有对 私募可转债的信用评级做专门规定,但并不意味着私募可 转债的信用风险可以忽视。实际上,随着债券市场违约常态 化,部分私募可转债已经发生了信用风险事件。2017年11月, 新三板挂牌的北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司(证券 代码430263,以下简称"蓝天环保")发行了首只私募创新创 业可转债"蓝天转S1"(以下简称"蓝天转债"),募集资金 0.20亿元, 期限为3年, 票面利率分别为2%、4%和12%。2018 年7月,蓝天环保爆发债务危机,其大部分银行账户被法院 冻结,大量未偿还债务逾期,控股股东和实际控制人被纳入 失信被执行人名单,部分债权人已对其提起诉讼,其持续经 营能力存在重大不确定性, 蓝天转债也面临着较大的信用风 险。私募可转债的发行人通常规模较小、盈利波动性较大、 偿债能力不稳定。在经济下行压力加大、债券违约事件频发 的环境下,发行人的外部融资渠道可能趋紧,一旦其自身面 临较大的经营危机和偿债压力,流动性将进一步收紧,进而 可能诱发信用风险事件。因此,投资者应重视私募可转债的 信用风险,积极采取措施进行风险管控。特别地,非上市、 非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小,其信用风险与普 通私募债券更为接近。信用评级机构作为揭示信用风险的专 业机构,通过对私募可转债开展信用评级,可揭示其信用风 险,为投资者的投资决策和风险管理提供重要参考。

总体来看,《实施办法》落实了党中央、国务院关于金 融服务民营企业和中小企业的决策部署,扩大了私募可转 债的发行人范围,为非上市、非挂牌公司开辟了新的融资渠 道,有望缓解民营企业、中小企业融资难融资贵的困境。同 时,《实施办法》加强了私募可转债的信息披露,压实了受 托管理人的信息披露义务,提高了信息披露的质量,切实保 护投资者的合法权益,吸引更多的投资者认购私募可转债, 有望提高私募可转债的吸引力和流动性。由于非上市、非挂 牌公司私募可转债的转股价格缺少市场化定价依据,其转 股价格的确定方式还有待进一步探索。由于非上市、非挂牌 公司尚未上市、挂牌,其股份不能上市交易、挂牌转让,缺 乏流动性,因此, 非上市、非挂牌公司私募可转债持有人很可 能不会转股。此外,在经济下行压力加大和债券违约事件频 发的环境下, 私募可转债的信用风险不容忽视, 非上市、非 挂牌公司私募可转债转股的可能性较小,其信用风险与普 通私募债券更为接近,尤其需要对其进行信用评级以充分 揭示其信用风险。 🜇

2019年二季度地方政府债与城投债市场分析

文 | 联合资信评估有限公司 公用事业二部

一、政策及要闻回顾

中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套 融资工作的通知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目 资本金,鼓励金融机构参与政府专项债项目配套融资,要求合 理保障必要在建项目后续融资,加快专项债券发行使用进度, 并对地方政府专项债券的发行及管理提出了相关工作要求

2019年6月10日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发 《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的 通知》(以下简称"《通知》")。《通知》仍然坚持了"开前 门、堵后门"的监管思路。"开前门"方面,《通知》提出允许 将专项债券作为符合条件的重大项目的资本金,并鼓励地方 政府和金融机构依法合规使用专项债券和其他市场化融资 方式,依法合规推进专项债券支持的重大项目建设,突破了 债务性资金不能作为项目资本金的限制, 开启了通过专项债 券和市场化融资相结合筹集重大项目建设资金的模式,预计 将撬动更大规模的基建项目投资,同时激励地方政府发行 和使用专项债的积极性。鼓励金融机构参与政府专项债券 募投项目配套融资,有助于打消金融机构的资金投放顾虑。 《通知》再次提出保障平台公司必要在建项目后续融资,鼓 励地方政府合法合规增信,有助干进一步缓解平台公司偿 债及再融资压力。"堵后门"方面,《通知》强调市场化转型 尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得 作为政府专项债项目单位,说明严控新增隐性债务,坚决防 控风险的地方债务监管的政策长期方向仍未改变: 由于高信 用等级城投企业参与政府专项债项目的可能性高于低信用 等级城投企业,预计上述"开前门"的相关要求对于高信用等 级城投企业信用资质提升、债券发行及融资方面的助益将更 明显,不同信用等级城投企业信用资质或将进一步分化。

此外,《通知》从支持做好专项债券项目融资工作、进

一步完善专项债券管理和配套措施、加强组织保障等方面对地方政府发行专项债券提出了相关工作要求,正面引导地方政府履职尽责,依法合规做好专项债券发行及项目配套融资工作,将进一步规范地方政府举债机制。《通知》要求加快专项债券发行使用进度,金融机构按市场化原则配合地方政府做好专项债券发行工作,各地要均衡专项债券发行时间安排,力争当年9月底前发行完毕,尽早发挥资金使用效益,将进一步加快地方政府债券的发行。

财政部、自然资源部下发土地储备项目预算管理办法,防控 专项债务风险

2019年6月21日,财政部、自然资源部联合印发《土地储备项目预算管理办法(试行)》,试点明确土地储备项目从项目库管理、预算编制和批复、预算执行和调整、决算和审计等方面实行全生命周期预算管理,土地储备机构根据土地储备项目收支平衡情况,分类提出资金安排建议,其中专项债券发行规模不得超过项目预期土地出让收入的70%。首批试点地区包括北京、天津、河北、河南、山东、浙江(含宁波)、厦门等7省(市),以后年度视情况逐步扩大试点范围。此举将有利于规范土地储备项目预算管理、健全土地储备专项债券项目控制机制,从而有效防控专项债务风险。

国务院部署城镇老旧小区改造试点,预计对城投债发行有较 大助益

2019年6月19日,国务院常务会议召开,部署开展城镇老旧小区改造试点。会议提出今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金,鼓励金融机构和地方积极探索,以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持,运用市场化方式吸引社会力量参与。城镇老旧小区改造能起到稳投资的作用,是实现稳增长、调结构、惠民生的一举多得之举;但老旧小区改

造以及延伸的配套服务所需资金量大,单纯依赖政府资金或难以满足;城镇老旧小区改造属于城投企业的传统业务范围,预计对城投债发行有较大助益。

监管部门下发隐性债务化解相关意见,或与进一步鼓励金融 机构参与地方政府隐性债务化解有关

6月,监管部门下发了《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》(以下简称"《意见》")。《意见》具体内容尚未公开,但结合国开总行与山西交控集团债务化解的成功案例、国开行参与镇江债务风险化解的市场传闻以及地方政府隐性债务化解压力,《意见》下发或与进一步鼓励金融机构参与地方政府隐性债务化解有关,若如此,或能在一定程度上缓释城投企业债务到期压力以及融资压力。

二、地方政府债发行市场分析

发行概况

二季度政府债发行规模环比增速放缓,专项债券发行占 比明显提高。4月底财政部发布指导意见提出不再限制地方债 期限比例结构,长期限政府债发行规模大幅提升。

二季度共发行地方政府债315支,发行规模合计14305.50亿元,发行规模环比增长1.70%,同比增长20.08%。分月度看,4月、5月、6月发行量分别为2266.76亿元、3043.22亿元和8995.51亿元。发行主体涉及30个省、市、自治区,发行金额最大的省份为广东(合计1332.36亿元)(详见图1)。

从债券品种及发行方式上看,一般债券和专项债券发行规模占比分别为41.68%和58.32%,专项债券占比环比增加

9.30个百分点,同比增加33.95个百分点。按用途划分,新增债券发行规模占比69.34%,再融资债券占比29.06%,占比环比提高13.28个百分点,置换债券占比1.60%。随着早期发行的政府债陆续到期,用于"借新还旧"的再融资债券发行规模上升,置换债券的发行已收尾,二季度仅贵州省发行3只置换债券。此外,2019年4月30日财政部发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》(以下简称"指导意见"),要求"加快债券发行进度,争取9月底前完成全年新增债券发行",2019年1—6月政府债新增债券发行占全年新增限额的70.18%,预计三季度新增地方政府债券的发行仍将保持较大规模。

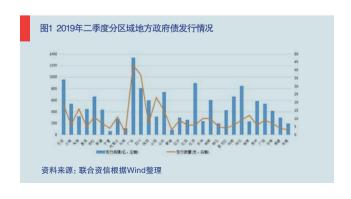
发行期限方面,在二季度发行的政府债中,5年期、7年期、10年期、30年期发行规模占比分别为32.54%、14.12%、23.79%和12.04%,中期限占比环比均有不同程度的下降,其中10年期占比降幅较大,环比下降14.63个百分点。受财政部不再限制地方债券期限比例结构影响,长期限政府债发行占比大幅上升,特别是30年期的超长期政府债呈现井喷式增长,该措施将在一定程度上优化地方政府债券的期限结构,减轻地方政府短期偿债压力。从条款设置来看,二季度共发行附设赎回权或分期偿还条款的地方政府债12支,环比基本持平。

2019年1—6月,全国发行政府债券28372亿元,截至 2019年6月底,全国政府债务余额205477亿元,控制在人大 批准的限额之内。

利率、利差走势

二季度资金面收紧使政府债加权利率较一季度有所上 升。

二季度市场资金面收紧,加之地方政府债发行加速,地





方政府债加权平均利率较一季度有所上升。除30年期以外,其余各期限地方政府债4月整体发行利率呈上升趋势,5月、6月有所回落;30年期发行利率均保持在4.00%以上,整体呈前高后低趋势,其中5月变动不大,6月上旬及中旬小幅回落、6月下旬有所回升。从季度加权平均利率看,二季度各期限地方政府债加权平均利率环比均明显抬升。利差方面,二季度3年期及5年期环比收窄,7年期、10年期及30年期均有所走阔。二季度地方政府债发行利差区间为23BP。34BP,利差区间走阔(详见图3)。

三、城投债发行市场分析

发行概况

二季度城投债发行数量及规模同比大幅增长,环比有所下降:私募债发行占比上升。

2019年以来,央行货币政策保持松紧适度,货币市场流动性合理充裕;受市场资金面改善以及民营企业违约持续发酵等因素影响,二季度城投债发行数量及规模同比大幅增长。二季度全国共发行城投债867支,同比增加408支;发行规模7163.42亿元,同比增长94.86%。受政府债发行提速导致的市场资金配给冲击影响,二季度城投债发行支数环比减少107支,发行规模环比下降6.99%(详见图4)。从发行方式看,二季度公募和私募方式发行支数分别为488支和379支,发行规模分别占58.95%和41.05%,私募债发行规模占比环比上升2.48个百分点。

二季度各主要级别城投债发行规模同比均大幅增长, AA 级城投债发行规模整体同比、环比均增长明显, 市场资金配给城投债的级别中枢整体有所下移。

二季度各主要级别城投债发行规模同比均大幅增长,其

中AAA级城投债发行规模同比增长118.56%, AA+级城投债发行规模同比增长65.35%, AA级城投债发行规模同比增长119.09%。环比方面,AAA级及AA+级别城投债发行规模环比分别下降19.32%及5.32%,AAA级城投债发行规模占比环比上升0.57个百分点,AA+级城投债发行规模占比环比下降5.07个百分点;AA级城投债发行规模环比增长6.41%,占比环比上升3.99个百分点。随着市场资金面的改善以及城投信仰的不断修复,低级别城投债发行增长明显,市场资金配给城投债的级别中枢整体有所下移。

二季度城投债发行期限整体仍以中短期为主,3+2年期占 比环比上升明显;私募公司债发行规模明显提升。

从发行期限看,二季度城投债期限仍以中短期为主。其中,1年期及以下、3年期和3+2年期发行规模占比较高,分别为26.69%、17.15%和24.70%,3+2年期发行规模占比环比上升明显。

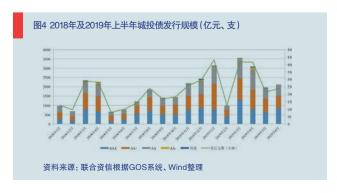
从发行品种看,一季度交易所对借新还旧城投债的审批条件放松政策效果在二季度逐步显现,私募公司债成为主要发行品种,发行规模占比为28.30%,环比上升11.19个百分点,同比上升15.73个百分点。中期票据和定向融资工具发行规模占比分别为19.91%和12.75%,环比分别下降4.30个百分点和8.12个百分点,同比分别下降8.85个百分点和3.26个百分点。其他品种发行规模占比变化不大。

发行利率和利差分析

二季度城投债发行利率、利差整体保持下行趋势;但不同级别期限出现分化,AA级短期限平均利率、利差上升。

2019年以来, 央行货币政策保持松紧适度, 货币市场流





动性合理充裕,加之一季度稳妥处理地方政府债务风险、解决融资平台到期债务问题等政策效应的显现,城投平台融资环境持续改善。二季度,各级别各期限城投债发行利率均低于2018年同期。4—6月,受私募发行规模占比上升影响,AA级短期限城投债发行利率上升明显;其余各级别各期限城投债发行利率均呈下降趋势,其中AAA及AA级中长期城投债发行利率下降幅度较大。

二季度,各级别各期限城投债发行利差均较2018年同期收窄。4—6月份,AA级短期限城投债发行利差明显走阔,AA+中长期限发行利差略有走阔,其余各级别各期限城投债发行利差均整体呈收窄态势;AAA短期城投债发行利差收窄程度最大。AA级短期城投债平均利差由3月的214BP扩大为6月的290BP,其余各级别短期限城投债平均利差区间由3月的[83BP,151BP]变为6月的[45BP,138BP]。各级别中长期限城投债平均利差区间由3月的[191BP,376BP]变为6月的[136BP,346BP]。

二季度江苏省城投债发行规模最大,但环比有所下降;信 用利差整体收窄,其中中西部、东北等经济下行压力相对较大 且债务负担较重区域利差较大。

二季度,江苏省城投债发行规模依旧一地独大,为1838.95亿元,占同期全国发行总规模的25.67%,为第二位浙江省发债规模的2.68倍,但环比下降9.17%;辽宁省及青海省发行规模最小,均为10.00亿元,环比分别下降16.67%和66.67%。黑龙江省发行规模20.60亿元,环比增长415.00%,增幅最大;吉林省发行规模56.70亿元,环比下降73.10%,降幅最大¹。

二季度,各省级行政区域城投债信用利差整体呈下行趋势,但存在一定分化。24个省市信用利差环比有所下降,其中山西下行幅度最大,为57.81BP,或受一季度末国开行与山西交控集团债务化解获得政府积极肯定影响;5个省份信用利差环比有所上升,其中云南、内蒙古上行幅度较大,分别上行18.11BP、13.33BP,或受区域风险事件影响。二季度,贵州、辽宁、黑龙江、内蒙古、湖南和云南为信用利差最高的地区,集中于中西部、东北等经济下行压力相对较大、债务负担较重或风险事件

发生区域;发行利差高或将加剧上述区域债务滚动压力。

二季度AA级城投债-产业债负利差持续收缩。

二季度, AAA级城投债-产业债利差仍维持在0BP附近小幅波动, AA+级城投债-产业债利差在-80BP附近波动, AA级城投债-产业债负利差持续收缩。

四、总结

在当前外部中美贸易摩擦以及内部稳增长压力下,逆周期调控政策将持续实施,积极的财政政策及稳健的货币政策短期内仍将持续,市场资金面整体预期将保持合理宽裕。在地方政府隐性债务化解压力和城投企业到期债务压力下,监管政策的阶段宽松有望持续,加之金融机构参与地方政府隐性债务化解,城投平台的再融资环境有望改善,城投债短期利差有望维持低位。城镇老旧小区改造部署、允许将地方专项债券作为符合条件的重大项目资本金、鼓励金融机构参与政府专项债券募投项目配套融资,以及再次提出保障平台公司必要在建项目后续融资等政策,将助益城投债的发行。但地方债务监管的政策长期方向仍未改变,城投债发行仍将以借新还旧为主要目的;且不同信用等级城投企业信用资质及城投债发行、成本仍将分化。地方政府专项债券发行机制将进一步规范,9月底专项债券发行完毕的要求将进一步加速地方政府债券发行。



¹ 不考虑一季度发债而二季度未发债的西藏自治区。

2019年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王自迪 邓博文

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对2019年上半年我国债券市场评级表现进行分析,对评级质量进行检验。研究结果显示,违约情况方面,2019年上半年我国债券市场违约风险有所缓解,新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较2018年下半年有所下降,但仍较2018年上半年明显增加。信用等级迁移方面,2019年上半年我国公募债券市场发行人主体信用等级仍呈调升趋势,但较上年同期有所减弱,信用等级仍向较高级别集中,大跨度评级调整的数量同比上升,环比下降。利差方面,各主要期限品种债券利差均值较2018年下半年和2018年上半年大都有所收窄,利差波动水平变化不大,各主要券种信用等级对利差呈现出较好的区分度。

一、违约情况统计分析1

新增违约发行人数量仍然较多,但违约风险较2018年下半年 有所缓解

2019年上半年,我国债券市场新增25家违约²发行人,共 涉及到期违约债券59期³,到期违约金额⁴约303.39亿元,新增 违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较 2018年下半年(31家,84期,585.85亿元)有所下降,较2018年上半年(10家,13期,87.56亿元)明显上升。总体来看,2019年上半年债券市场违约事件的发生仍呈常态化趋势,新增违约数量远高于2018年上半年;但随着多次定向降准以及民企融资支持措施等宽信用政策的推出,2019年上半年违约多发的态势较2018年下半年有所缓解。截至2019年上半年末,上述新增违约发行人中有17家尚有存续债券56期,债券余额(仅含本金)约534.20亿元⁵,主要集中在2019年下半年至2021年到期⁶。此外,另有21家2019年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金(重复违约),共涉及到期违约债券41期,到期违约金额约220.31亿元,其中26期债券为首次到期违约,涉及到期违约金额约168.16亿元。

2019年上半年,我国债券市场新增违约事件主要呈现出如下三个特点:一是互保企业、母子公司、关联方等风险交叉蔓延,违约事件相继发生,如山东胜通集团股份有限公司和东辰控股集团有限公司,受同属互保圈的山东大海集团有限公司和山东金茂纺织化工集团有限公司违约影响,被法院裁定破产重整,构成实质性违约;河南众品食品有限公司和河南众品食业股份有限公司为母子公司关系,刚泰集团有限公司和甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司为关联方关系,均先后发生违约。

¹根据最新信息披露情况,2019年上半年报告对2018年和2017年数据进行了追溯调整。

² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时,即可判定债券/主体发生违约:一是债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付债券本金和/或利息;二是债务人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,债务人被人民法院裁定受理破产申请的,或被接管、被停业、关闭;三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图,债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况;但在以下两种情况发生时,不视作债券/主体违约:一是如果债券具有担保,担保人履行担保协议对债务进行如期偿还,则债券视为未违约;二是合同中未设置宽限期的,单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况,只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿,并能在1~2个工作日得以解决,不包含在违约定义中。

³ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁴债券未偿付本金和利息之和,以下同。

⁵ 包括已发生到期本金或利息违约债券 17 期,涉及债券余额(仅含本金)约 139.33 亿元,以及尚未发生到期违约债券 39 期,涉及债券余额(仅含本金)约 394.87 亿元。

⁶ 按照债券到期日进行统计,未对含权债券的特殊期限进行调整,以下同。

二是新增违约发行人民营企业所占比例较高,新增25家 违约发行人中有23家为民营企业,占比高达92%。民营企业 违约高发的原因包括:(1)部分民营企业信用资质较弱,随着外部运营环境发生变化,公司盈利能力下滑且资产流动性 较差,偿债能力恶化,如庞大汽贸集团股份有限公司、成都 天翔环境股份有限公司和大连天宝绿色食品股份有限公司等。(2)部分民营企业前期无序扩张、过度融资,导致债务规模较大且短期债务沉重,现金流持续承压,如三胞集团有限公司、腾邦集团有限公司等。(3)部分民营企业内部控制存在缺陷,信息披露违规、管理制度混乱、资金挪用混用、财务造假、实际控制人涉嫌犯罪等违法违规现象突出,如康得新复合材料集团股份有限公司、哈尔滨秋林集团股份有限公司、宝塔石化集团有限公司等。

三是新增违约发行人中上市公司数量较多(10家),占比达40%,部分上市公司过度依赖资本市场融资,随着再融资难度加大,公司逐渐丧失外部融资能力,最终发生违约。在10家违约上市公司中,已有4家被给予退市风险警示(*ST),1家被进行特别处理(ST)。

从违约发生的行业和地域分布来看,2019年上半年,新增违约发行人的地域分布相对分散,共涉及17个省、自治区或直辖市,民营经济较为发达的广东省(4家)和江苏省(3家)新增违约发行人数量较多;行业分布方面,新增违约发行人共涉及14个行业,多元金融服务行业(4家)、食品行业(3家)、化工行业(3家)以及纺织品、服装与奢侈品行业(3家)等的新增违约发行人数量相对较多。

截至2019年上半年末,我国债券市场累计有165家发行人发生违约,涉及到期违约债券330期,到期违约债券金额约2246.95亿元。违约发行人中有48家尚有债券处于存续期,存续债券123期,债券余额约1234.47亿元⁷,主

要集中在2019年下半年至2021年到期。

公募市场主体违约与债券违约统计

2019年上半年,我国公募债券市场发行人中新增违约主体16家⁸,共涉及到期违约公募债券29期,到期违约公募债券金额约153.64亿元。新增违约主体家数、涉及到期违约公募债券期数和到期违约公募债券金额较2018年下半年(21家,53期,458.61亿元)有所下降,较2018年上半年(8家,9期,63.13亿元)明显上升。截至2019年上半年末,上述16家公募债券市场新增违约发行人中,有10家发行人尚有公募债券处于存续状态,存续公募债券24期,公募债券余额约345.20亿元⁹,到期时间分布在2019年下半年至2022年。

此外,2019年上半年,公募债券市场还有17家2019年之前已发生违约的发行人继续未能按期偿付其存续债券利息或本金,共涉及到期违约公募债券24期,到期违约公募债券金额约114.80亿元,其中13期公募债券为首次到期违约,涉及到期违约公募债券金额约82.65亿元。

通过对主体违约进行统计,2019年上半年我国公募债券市场发行人主体违约率¹⁰(0.97%)较2018年(0.77%)有所上升,违约级别范围较2018年变化不大,AAA级至A级、BBB级、BBB-级、BB级、B级和CCC级均出现违约;除AA-级和BBB-级外,发生违约的各级别违约率基本均随级别降低而递增(详见表1)。

截至2019年上半年末,公募债券市场发行人中累计有112家主体发生违约,涉及到期违约公募债券184期,到期违约公募债券金额合计约1548.55亿元。公募债券市场违约发行人中,有28家发行人尚有公募债券处于存续状态,存续公募债券64期,公募债券余额约817.76亿元¹¹,到期时间分布在2019年下半年至2022年。

 $^{^{7}}$ 根包括已发生到期违约债券 67 期,债券余额约 717.81 亿元,尚未到期违约债券 56 期,债券余额约 516.66 亿元。

⁸ 若发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约主体:发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续,违约包括仅主体违约以及主体和债项均发生违约。

⁹ 包括已发生到期违约债券 6 期,债券余额约 79.70 亿元,尚未发生到期违约债券 18 期,债券余额约 265.50 亿元。

 $^{^{10}}$ 2019 年上半年违约率计算的统计区间为 2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日。

¹¹包括已发生到期违约债券 37 期,债券余额约 470.61 亿元,尚未发生到期违约债券 27 期,债券余额约 347.15 亿元。

表1 2017年至2019年上半年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表(%)

		2017年			2018年		2018年	=7月1日至2019年6月	月30日
主体名称	样本数量	 违约数量	 违约率	样本数量	违约数量	 违约率	样本数量	违约数量	违约率
AAA	575	0	0.00	688	1	0.15	767	1	0.13
AA+	771.5	0	0.00	850	2	0.24	926	6	0.65
AA	1937.5	3	0.15	1844.5	19	1.03	1774	23	1.30
AA-	369	0	0.00	336	3	0.89	311	1	0.32
A+	52.5	0	0.00	69	1	1.45	71	1	1.41
А	18.5	0	0.00	14.5	2	13.79	13	1	7.69
A-	8.5	0	0.00	6.5	0	0.00	6.5	0	0.00
BBB+	9	1	11.11	4	0	0.00	3.5	0	0.00
BBB	10.5	0	0.00	4	0	0.00	3	2	66.67
BBB-	4	1	25.00	1.5	0	0.00	2.5	1	40.00
BB+	5	0	0.00	4	0	0.00	2.5	0	0.00
BB	6	2	33.33	1.5	0	0.00	1	1	100.00
BB-	2.5	0	0.00	0.5	0	0.00	0	0	-
B+	0	0	-	0	0	-	0	0	_
В	1	0	0.00	1.5	1	66.67	1	1	100.00
В-	1.5	0	0.00	1.5	1	66.67	0.5	0	0.00
CCC	1	0	0.00	0	0	_	1	1	100.00
CC	1	0	0.00	0.5	0	0.00	0.5	0	0.00
С	0	0	-	0	0	-	0	0	-

注: 1. 发行人样本为期初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券(不含私募债)、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体;发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限,对于所有债券均到期的发行人,我们认为其主体信用等级失效;年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为1个样本,年末主体信用等级失效的发行人计为0.5个样本;表中发行人主体级别为统计期期初级别;发行人具有不同信用等级的双评级或多评级,则按不同主体信用等级分别纳入统计,即同一主体可被计数多次。2. 发行人主体违约率 = 当期发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人样本家数。3. 当期违约数量是指在统计期初有公募债券存续且在统计期内发生违约(含主体违约、公募债券违约、私募债券违约)的发行人家数,不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人资料来源:联合资信COS系统

二、信用等级迁移分析12

公募债券市场信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级调升趋势同比有所减弱, 评级稳定性有 所提高

2019年上半年,我国公募债券市场上共有182家发行主体信用等级发生调整,调整率为3.52%,较2018年上半年(4.33%)有所下降。其中,信用等级被调升的有138家,调升率为2.67%,较2018年上半年(3.44%)有所下降;信用等级被调降的有44家,调降率为0.85%,较2018年上半年(0.89%)变化不大。整体来看,2019年上半年我国公募债券市场信用等

级仍呈调升趋势,调升趋势较2018年上半年有所减弱,评级稳定性有所提高。

从企业性质来看,2019年上半年信用等级被调升的发行人仍以国有企业为主,占比达82.61%,较2018年上半年(75.43%)有所上升;信用等级被调降的发行人多为民营企业,占比为72.73%,较2018年上半年(37.78%)明显上升。在我国经济转型的大背景下,伴随融资环境的变化,国有企业和民营企业出现了显著的信用分化。国有企业拥有政府的隐性支持和担保,在转型中通常获得更多资源,例如外部融资便利等,维持了较为良好的流动性,信用基本面受外部冲击影响整体不大,因此获得更大比例的评级调升。相比之下,民

¹²统计样本包括短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债(不含私募债)、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体。

营企业拥有的外部支持较少,加之部分民营企业存在公司治理不善、内部控制缺陷、扩张过快、多元化过度等问题,在宏观经济增速下行、贸易战、融资环境变化等外部冲击下,流动性更容易出现问题,信用基本面出现恶化迹象,因此评级调降占比大幅上升。

从行业分布来看,信用等级被调升的发行人主要集中在建筑与工程、房地产管理和开发、多元金融服务、商业银行、综合类等行业,集中度相对较高,而建材、容器与包装、专业服务、复合型公用事业和信息技术服务等行业调升率较高;信用等级被调降的发行人中,建筑与工程、化工、纺织品、服装与奢侈品等行业数量相对较多,分布较为分散,而汽车、纺织品、服装与奢侈品、家庭耐用消费品、专营零售、软件等行业调降率较高。从地域分布看,信用评级被调升的企业较为集中,沿海发达省份数量较多,而广西、河北、宁夏、江苏和广东等省区调升率较高;信用评级被调降的企业较为分散,发达省市数量相对较多,而青海、海南、宁夏和甘肃等省区调降率较高。

2. 评级展望呈现调降趋势, 调整数量仍然较少

2019年上半年,我国债券市场上信用评级展望被调升和调降的发行人分别有9家和15家,评级展望调升率和调降率分别为0.17%和0.29%,调升率较2018年上半年(0.28%)略有下降,调降率较2018年上半年(0.18%)略有上升。相比主体信用等级调整,2019年上半年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然较少,较2018年上半年变化不大。信用级别调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

信用等级迁移矩阵13

1. 信用等级向较高级别集中,各级别稳定性整体较高 2019年上半年,我国债券市场发行主体信用等级仍主 要集中在BBB-级及以上,占比为98.83%,较2018年上半年(99.28%)略降0.45个百分点。其中: AA级占比(40.73%)仍最高,但占比环比和同比均有所回落; AAA级占比为25.86%,占比环比和同比有所提升,超越AA+级占比位居第二; AA+级占比为24.06%,占比变动不大; BB+及以下占比1.17%,占比环比和同比均略有提升,主要源于2018年下半年以来信用风险事件发生较多,部分发行人被大幅度降级或多次降级,从投资级降为投机级。整体看,发行人信用等级呈向AA+级(含)以上集中的趋势,AAA级占比首次超过AA+级。自2018年下半年以来,我国债券市场违约明显增加,投资者风险偏好大幅下降,债券发行出现结构分化,较高等级债券占比明显上升,较低等级债券发行受阻导致占比显著下降,呈现出发行人信用等级向高等级集中,AAA级发行人占比有所提高的特点。

在样本数量较多的A+级及以上级别中,从稳定性来看,各级别稳定率均在90%以上,稳定性整体较好,其中AAA级、AA级、AA-级和A+级的稳定性同比均有所上升;AA+级的稳定性同比有所下降。从迁移方向看,AA+~A+级均呈向上迁移趋势。从迁移范围看,各信用等级主要向相邻子级迁移,AA+~A+级均有部分发行人的级别迁移范围超过5个子级,级别迁移范围较宽。2019年上半年有17家发行主体信用等级由投资级被下调至投机级,数量较2018下半年减少7家,较2018年上半年增加4家;2019年上半年未有发行主体信用等级由投机级上调至投资级的情况(详见表2)。

2. 大跨度评级调整数量仍然较多

2019年上半年,我国公募债券市场共有21家发行主体信用等级出现大跨度评级调整¹⁴(详见表3),且均为大跨度调降,较2018年上半年(12家)有所增加,但较2018年下半年(30家)有所减少。主体信用等级被大跨度调降的发行人以民营企业为主(17家),占比达80.95%,民营企业公司治理

¹³信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法,即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计,不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况,亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

¹⁴大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况,指发行人主体信用等级在统计期内调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如,期初等级为AA,期末等级调整为A,等级调整跨越AA-和A+,则为发生大跨度调整。

表2 2019年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级迁移矩阵

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	А	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1099	99.64	0.18	-	_	-	0.18	-	-	-	_	-
AA+	1065	4.98	94.18	0.47	0.19	-	-	-	-	-	-	0.19
AA	1863	-	3.38	96.03	0.48					0.05		0.05
AA-	280			5.00	93.21	0.36		_	0.36	_		1.07
A+	64	-	-	-	3.13	95.31	-	-	-	-	-	1.56
A	16	-	_	-			75.00	-	-	-	_	25.00
A-	7	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	_
BBB+	3			_					66.67	_		33.33
BBB	4	-	-	-	-	-	-	-	-	50.00	-	50.00
BBB-	1			-			-	_	-	-		100.00
BB+及以下	37	-	-	-	-	-	-	-	-	-		100.00

注: 1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体, 以下同; 2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况, 无法体现各家评级机构的具体迁移情况 资料来源: 联合资信COS系统

表3 2019年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
	康美药业股份有限公司	AAA	稳定	А		调降
1	原夫约业放衍有限公司	AAA	稳定	Α		调降
2	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	稳定	С		调降
3	中信国安集团有限公司	AA+	稳定	С		调降
4	青海省投资集团有限公司	AA	 稳定	BBB	 负面	调降
5	腾邦集团有限公司	AA	稳定	С		调降
6	天广中茂股份有限公司	AA-		BBB+	 负面	 调降
7	上海飞乐音响股份有限公司	AA-	稳定	BB+		调降
8	河南众品食品有限公司	AA-	负面	С		调降
9	河南众品食业股份有限公司	AA-	负面	С		调降
10	南京建工产业集团有限公司	AA-	稳定	С		调降
11	金洲慈航集团股份有限公司	AA-	稳定	С		调降
12	东辰控股集团有限公司	A+	负面	CC	负面	调降
13	大连天神娱乐股份有限公司	A	负面	BB	 负面	 调降
14	华晨电力股份公司	A	负面	BB	负面	调降
15	山东胜通集团股份有限公司	A	负面	С		调降
16	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	A		С		调降
17		BBB+		С		 调降
18	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	BBB		BB		 调降
19	国购投资有限公司	BBB		С		调降
20		BBB-		С		调降
20	二肥来四月附公司	BB	 负面	С	 稳定	 调降
21	宝塔石化集团有限公司	BB		С		调降

注: 主体等级不为C级、评级展望为空的发行人均被列入评级观察名单

资料来源: 联合资信COS系统

较弱,且外部融资环境尚未出现明显改善,出现大跨度调整的情形较多。从大跨度评级调整的行业分布看,化工和纺织品、服装与奢侈品各为3家,建筑与工程、食品各为2家,其余均为1家。从大跨度评级调整的地区分布看,广东和江苏各为3家,北京、河南和山东各为2家,其余均为1家。

2019年上半年,我国债券市场评级稳定性较好,发行主体信用等级调升趋势同比有所减弱,但信用等级呈现向较高级别集中趋势,整体来看评级区分度有所下降,大跨度评级调整的数量仍然较多。信用评级对信用风险揭示的及时性仍有待进一步提升。

三、利差分析

2019年上半年,央行通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响,保持了流动性合理充裕。此外,央行自2019年5月15日开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率,分三次实施到位¹⁵;于6月10日通过民营企业债券融资支持工具(CRMW)对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进,加强对中小银行流动性支持。在此背景下,债券市场资金面整体较为宽松,利率水平趋于平稳。2019年上半年,短融、中票、公司债、商业银行债等券种的利差均值较2018年下半年和2018年上半年基本均有所收窄,但受信用风险事件冲击及流动性短期波动影响,投资者避险情绪有所增强,各级别主要券种的利差表现有所分化。

从表4、表5中可以看出,2019年上半年债券市场上主要期限品种¹⁶债券的信用等级¹⁷对债券的利差¹⁸的影响体现在以下三个方面:一是投资者的风险溢价要求基本随着信用等级降



低而扩大,各主要期限品种债券的发行利率均值、利差均值和信用等级之间基本呈现反向关系,即信用等级越低,债券发行利率均值、利差均值越大;二是除短融外,各主要期限品种债券的级差和信用等级之间同样呈现反向关系,即信用等级越低,级差越大,表明投资者对AAA级以下主体所发短融的风险溢价要求较高;三是AA+级中票的发行利率均值、利差均值出现期限倒挂,可能是由于AA+级5年期中票样本中城

表4 2019年上半年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

主体级别	样本(个)	利	率		发行利差		交易利差		
土冲纵剂	件本(1)	区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
AAA	84	2.75~5.03	3.62	108.05	-	41.16	110.29	-	39.64
AA+	89	3.38~7.50	4.55	204.00	95.96	58.67	203.25	92.96	58.93
AA	53	3.50~7.50	5.17	264.79	60.79	44.63	262.98	59.73	44.45

注: 级差为该信用等级与高于该信用等级1个子级的级别利差均值之差; 变异系数为标准差与均值的比, 以下同资料来源: Wind, 联合资信COS系统

^{15《}中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》,中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次,分三次调整到位:自2019年5月15日起,下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年6月17日起,再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年7月15日起,下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率28%,其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的,同时停止执行该项政策。

¹⁶包括1年期短融、3年期和5年期中票、7年期企业债、3年期公司债以及3年期商业银行债和5年期商业银行二级资本工具。其中,短融剔除含担保、浮动利率以及上市两周内未发生交易的样本;中票不包括项目收益票据和集合票据,企业债不包括项目收益债和及和集合企业债,公司债不包括私募债,中票、企业债和公司债均剔除浮动利率样本;商业银行债和商业银行二级资本工具均采用固定利率公开发行的样本;上述券种均不包括政府支持债券(中国国家铁路集团有限公司和中央汇金投资有限责任公司发行的债券)和永续债券(可续期债券)。若债券存在选择权,期限为选择权之前的期限,例如债券的原始期限为"5+3",则期限为5年。

¹⁷由于短融债项信用等级基本均为 A-1 级,债项信用等级无法用于分析信用等级与债券发行及交易定价之间的关系,因此我们采用短融的发行主体信用等级来进 行利差分析。其他各主要期限品种债券均采用债项信用等级进行利差分析。

¹⁸ 利差包括发行利差和交易利差,发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额,交易利差为债券上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的同期 限国债利率的差额,利差分析中,短融的利差包括发行利差和交易利差,中票、企业债、公司债、商业银行债和商业银行二级资本工具的利差均指其发行利差。

表5 2019年上半年各类债券分级别利差分析统计情况

债券类型	期限(年)	债项信用等级	样本(个)	利	率		发行利差	
饭夯尖垒	期限(平)	饭坝旧用等纵	件本("1")	区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数
		AAA	207	(%)	4.15	128.92	-	57.25
	3	AA+	116	3.91~7.50	4.97	210.18	81.26	45.95
中期票据 -		AA	131	4.28~8.00	6.03	316.74	106.56	30.75
		AAA	95	3.66~6.50	4.33	128.75	_	28.84
	5	AA+	85	4.13~6.10	4.87	181.60	52.85	19.23
		AA	9	5.09~8.00	6.30	327.52	145.92	34.08
		AAA	19	3.20~7.00	4.59	150.30	_	48.10
	5	AA+	2	6.90~7.30	7.10	389.56	239.25	7.61
人业/生半		AA	3	6.98~7.60	7.36	427.36	37.81	11.77
企业债券7		AAA	43	4.54~8.00	6.69	346.65	_	32.14
	7	AA+	39	5.05~8.50	6.87	360.80	14.15	28.10
		AA	53	6.40~8.50	7.69	450.75	89.96	9.93
		AAA	147	3.45~7.00	4.13	125.28	_	51.15
	3	AA+	53	4.00~7.80	5.38	249.41	124.13	48.51
公司债		AA	11	5.00~7.80	6.65	375.32	125.91	30.11
公司顶		AAA	39	3.73~6.80	4.40	135.39	-	40.78
	5	AA+	2	4.48~5.00	4.74	176.35	40.95	15.09
		AA	2	6.40~8.40	7.40	427.17	250.82	36.94
		AAA	18	3.42~3.85	3.61	73.19	-	9.59
	2	AA+	15	3.54~3.99	3.72	85.80	12.61	10.52
商业银行债	3	AA	8	3.70~4.23	3.93	110.23	24.43	15.76
		A+	2	4.30~5.00	4.65	189.89	79.66	23.20
	5	AAA	4	3.75~3.98	3.88	83.50	-	7.19
		AAA	6	4.26~4.55	4.38	125.02		8.42
II (0 (= - /n :=		AA+	5	4.60~4.94	4.74	161.17	36.15	5.09
业银行二级资 本工具	5	AA	8	5.08~5.20	5.16	204.32	43.15	7.08
1		AA-	3	5.50~6.20	5.80	278.90	74.59	14.51
		A+	4	5.50~5.80	5.65	265.06	-13.85	5.73

注:上表未列示各类债券各级别仅有1个样本的情况资料来源:Wind,联合资信COS系统

投债占比较高(94.12%), AA+级3年期中票样本中城投债占比(57.76%)相对较低,当前市场环境中,投资者对城投债的偏好高于产业债;四是中票、企业债、公司债中,AAA级的利差变异系数最大,短融中AA+级对应的利差变异系数最大,但总体来看各券种中不同级别对应的利差变异系数差异较小。

为研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性,我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数

检验方法对样本数量相对较多的1年期短融、3年期和5年期中票、7年期企业债券、3年期公司债以及3年期商业银行债的利差进行了显著性检验¹⁹。

整体来看,剔除样本数量较少的A+级3年期商业银行债,除AAA级和AA+级7年期企业债的发行利差不显著外,其他各期限品种的债券利差和信用等级之间均存在显著差异,表现出较好的区分度。**M**

¹⁹ 在 95% 的置信水平下,当 P 值小于 5%,则检验结果显著,否则不显著。

违约案例

康得新复合材料集团股份有限公司

一、主体概况

1. 主体概况

康得新复合材料集团股份有限公司(下称"康得新"或"公司")是江苏省化工行业企业。公司主营业务包括光学膜和印刷包装类用膜的制造,在国内市场具有领先地位,其中光学膜制造相关的业务是公司的主要收入来源。公司前身为成立于2001年的北京市康得新印刷器材有限公司,于2010年7月在深圳证券交易所上市,后经多次增资扩股、非公开增发、股权激励及资本公积转股后,于2016年5月更为现名。公司为民营企业,控股股东为康得投资集团有限公司(以下简称"康得集团")。

公司于2017年2月14日、2017年7月12日、2018年4月18日和2018年4月24日先后在银行间市场发行了规模分别为10亿元、10亿元、10亿元和5亿元的"17康得新MTN001"、"17康得新MTN002" "18康得新SCR001"和"18康得新

"17康得新MTN002"、"18康得新SCP001"和"18康得新SCP002"。2016年以来,公司大股东占用资金情况严重,导致公司流动性恶化,同时靠虚构利润来推高股价,脱实向虚。此外,公司接连发生负面消息重创公司再融资能力,融资渠道基本断裂。在此背景下,2019年1月15日和1月21日公司相继无法兑付"18康得新SCP001"和"18康得新SCP002"的本息,构成实质违约。2019年2月15日,公司无法兑付"17康得新MTN001"利息,2019年7月15日公司无法兑付"17康得新MTN002"利息,均构成实质违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
18康得新SCP001	20180418	20190115	20190115	10.41	-/AA+/稳定	超短期融资券	上海新世纪	本息违约
18康得新SCP002	20180424	20190121	20190121	5.22	-/AA+/稳定	超短期融资券	上海新世纪	本息违约
17康得新MTN001	20170214	20220215	20190215	0.55	AA+/AA+/稳定	中期票据	上海新世纪	利息违约
17康得新MTN002	20170712	20220714	20190715	0.55	AA+/AA+/稳定	中期票据	上海新世纪	利息违约

- 注: 1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金, 单位为亿元;
 - 2.截至2019年9月30日,该企业尚未回收债券利息和本金;
 - 3. 债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别。

资料来源: 联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2017-04-14	公司发布2016年年报,公司营业收入为92.33亿元,同比增长23.78%;利润总额为23.02亿元,同比增加39.85%;经营性净现金流由正转负,为-0.48亿元。
2017-08-25	深圳交易所向公司发出《关于对2017年半年报的问询函》,要求公司说明货币资金水平是否匹配、在资金较为充裕下继续借款的原因等9个问题。
2018-04-19	公司发布公告,预计为境内控股公司新增担保,预计担保额度为40亿元。
2018-04-20	公司发布2017年年度报告,公司营业收入为117.89亿元,利润总额为29.12亿元,资产负债率为47.38%。同日,公司发布公告,拟使用不超过70亿元闲置募集资金购买银行理财产品。
2018-04-27	公司发布公告,公司拟向三家子公司提供总计不超过人民币40亿元的连带责任担保。

日期	事件
2018-05-10	深交所向公司发送《关于康得新复合材料集团股份有限公司2017年年报的问询函》,要求公司说明货币存放相关信息及抵质押、冻结情况等总计19项问题。
2018-05-14	公司发布《关于控股股东股票解除质押业务的公告》,截至5月14日,康得集团质押股份占康得集团持有公司股份的93.65%,占公司总股本22.52%。
2018-06-20	上交所向公司发出《关于对康得新复合材料集团股份有限公司的关注函》,上交所要求公司披露近期媒体刊登报道内容真实性、公司偿债能力是否合理,以及公司发行股份购买资产的进度。
2018-06-22	公司发布《关于控股股东股票解除质押业务的公告》,截至6月21日,康得集团所持公司股份的91.30%被质押,占公司总股本的21.95%。
2018-07-12	公司发布公告,因公司员工股票期权激励计划员工自主行权,总股本增至354090.03万股。同日,公司发布公告,预计为控股子公司提供预计60亿元新增担保额度。
2018-08-02	公司发布公告,因母公司康得集团与上海斐泉商务咨询事务所合同纠纷一案,康得集团持有公司283.52万股股票被冻结作为保全资产,占康得集团持有公司股份的0.33%。
2018-08-06	公司发布公告, 母公司康得集团持公司1.64%的股份解除质押, 占总股本0.39%。
2018-08-20	公司发布公告,关于公司发行股份购买资产工作,公司与上海傲邦签署了《收购框架协议》,后期是否能够签署正式的协议或合同尚存在不确定性。
2018-09-06	公司发布《关于终止筹划重大资产重组事项的公司》,公司终止筹划购买BOYD(宝德)公司100%股权的资产重组事项,公告披露了重大重组标的具体情况。
2018-09-12	公司发布公告,母公司康得集团持有公司1.06%的股份办理质押,占总股本0.25%,质押后,康得集团所持公司股票被质押数为78829.49万股,占公司总股本22.26%。
2018–10–28	公司发布《关于公司及控股股东、实际控制人收到中国证监会立案调查通知的公告》,证监会以未披露股东间一致行动关系、涉嫌信息披露违法违规为由,对康得集团及实际控制人钟某立案调查。
2018–11–07	公司发布《关于控股股东引入战略投资者暨签署战略合作框架协议事项的公告》,为纾解大股东高质押率困境,张家港城投及东吴证券作为战略投资者,拟出资27亿人民币帮助 大股东康得集团。
2018-11-08	公司发布《重大事项停牌公告》,因与张家港城投和东吴证券签订《战略合作协议》,鉴于相关事项存在重大不确定性,公司股票于11月8日开市起停牌。
2018–11–23	公司发布公告,拟使用自有资金回购部分公司股份,回购总金额不低于5亿元、不超过10亿元,回购价格不超过20元/股,若按最高回购价20元计算,最高回购金额10亿元约占总股本的1.41%。
2018–12–05	公司发布公告,决定终止筹划发行股份购买上海撤邦事项,并改为以现金支付方式收购该标的资产。
2018–12–21	公司发布公告,中秦创赢解除与公司于2016年签订的带有保底条款的《战略合作协议》及相关补充协议,而因该协议被证监会调查的事项目前无最新进展。
2018-12-28	公司发布公告,公司全资子公司张家港康得新光电材料有限公司拟为境外全资子公司DIMENCO HOLDING B.V提供额度为250万欧元的无条件的和不可撤销的履约担保。
2018–12–29	扬州扬杰电子科技股份有限公司发布公告,扬杰科技投资了"新纪元开元57号单一资产管理计划",因康得集团出现流动性危机,未能如期向信托计划履行回购业务。公告还披露,截至11月 24日,康得集团持康得新股票24.05%,质押股份高达92.63%。
2019-01-02	鉴于公司控股股东所持本公司股权质押比例极高及未能如期履行信托计划回购义务的行为,上海新世纪将公司主体信用等级由AA+级调降至AA级,并被列入负面观察名单。同日,公司发布公告,康得集团持有本公司股份中质押股份占康得集团持有本公司股份的99.45%。
2019-01-04	《北京市第一中级人民法院民事裁定书》【(2018)京01财保169号】对康得新、康得新光电、康得集团和钟某7564.03万元财产进行查封、扣押或冻结。
2019-01-09	公司发布公告,其子公司中秦创赢办理了其所持公司股份质押业务,总计1241万股,占公司总股本0.35%,截至当日,中秦创赢持有公司股份27436.54万股,其中质押股份为26962.60万股,占中秦创赢持有本公司股份的98.27%,占公司总股本的7.61%。
2019-01-10	由于【(2018)京01财保169号】民事诉讼案件的影响,上海新世纪将公司主体信用等级由AA级下调至BBB级,持续列入负面观察名单。
2019-01-14	公司发布公告,公司发行的两只超短融因公司流动性资金紧张,兑付存在不确定性。同日,上海新世纪针对此公告,将公司主体信用等级由BBB级下调至CC级,持续列入负面观察名单。
2019-01-15	公司发布公告,未能按期足额兑付 "18康得新SCP001" 本息,构成实质违约。
2019-01-16	证监会向公司发出询问函,要求公司补充说明货币资金详细情况等6个问题。同日,因公司未能如期偿付"18康得新SCP001"本息,上海新世纪将公司主体信用等级由CC级下调至C级。
2019-01-20	公司发布《关于公司及控股股东、实际控制人、持股5%以上股东被证监会立案调查暨风险提示公告》,证监会调查目前无定论,但公司经自查发现,公司存在被大股东占用资金的情况。
2019-01-21	公司发布公告,未能按期足额兑付"18康得新SCP002"本息,构成实质违约。同日,因涉嫌信息披露违法违规,证监会决定对公司立案调查。
2019-01-25	公司发布公告,受违约影响,公司部分资产被查封,被查封资产原值合计189388.31万元。6家募集资金监管银行从公司监管户中划转60626.93万元募集资金,此外,有5家募集资金监管银行对公司监管账户冻结,冻结金额合计151223.94万元。
2019-01-28	公司发布公告,收到中国银行间交易商协会告知,决定对公司启动自律调查程序。
2019-01-29	公司发布公告,徐曙女士因个人原因辞去公司总裁职务,聘肖鹏先生任公司总裁职务。
2019-02-11	公司发布公告,钟某先生因个人原因辞去公司董事长和董事等相关职位。同日,公司进行董事会换届选举并召开职工代表大会,选举职工代表监事。
2019-02-15	公司发布公告,公司未能在当日按期兑付 "17康得新MTN001" 利息,已构成实质违约。
2019-03-07	公司发布新增涉诉和资产查封、冻结的公告,公司自2019年1月28日至公告日新增被诉案件共35起,银行账户冻结45个,股权冻结10宗。
2019-03-20	公司发布新增涉诉和资产查封、冻结公告,自2019年3月11日至公告日新增被诉案件共9起,标的金额共计人民币10.20亿元,占最近一期经审计的公司净资产(180.29亿)比例为5.66%。
2019-03-21	公司发布公告,由于流动资金不足等不利因素的影响,部分银行贷款本息未能按期兑付,其中违约利息合计0.37亿元,违约本金合计7.04亿元。
2019-04-17	公司发布新增涉诉和资产查封、冻结公告,自2019年3月19日至公告日,新增被诉案件共16起,标的金额共计人民币10.31亿元,占最近一期经审计的公司净资产(180.29亿)比例为5.72%。
2019-04-30	公司发布2018年年度报告,公司营业收入为91.50亿元,同比下降22.38%;利润总额为3.43亿元,经营性净现金流13.10亿元。瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对财务报告出具了无法表示意见的审计报告,同日,中小板公司管理部、深交所针对公司货币资金真实性等问题发出关注函。
2019-05-13	公司发布公告,公司实际控制人钟某因涉嫌犯罪被警方采取强制措施。
2019-07-01	公司董事长、总裁肖某辞职。
2019–07–15	公司发布公告,未能按期足额兑付"17康得新MTN002"利息,构成实质违约。

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况。



三、违约原因

公司虚增利润, 可用货币资金不充裕

近几年,康得新货币资金大幅增长,货币资金占总资产的比重在2015年之后一直处于40%以上水平。截至2018年,在公司账上有货币资金153.16亿元,但与此同时,公司带息负债有117.79亿元。2018年,康得新利息费用为6.99亿元,利息收入仅为2.20亿元,公司2017年之前资金收益率常年处于0.4%~0.7%的水平,在活期基准利率附近徘徊。公司在拥有大量自有低成本资金的情况下,却存在另外寻求高成本借款的怪象,资金运用效率低下,财务真实性存疑。2019年7月证监会发布公告证实康得新在2015年至2018年期间共虚增利润总额达119亿元,公司虚增利润的同时虚增货币资金,以粉饰企业业绩,实际上公司真实可用货币资金并不充裕。

大股东流动性紧张,占用公司资金,加剧流动性恶化

发行人股东康德集团流动性紧张,其股权质押比例常年处于高位,2013至2017年连续处于90%以上水平,几乎质押全部持有的康得新股票。除此之外,2017年康得集团对承诺增资90亿元的项目仅出资到位2亿元,以及未能履行基于其持有公司股票收益权而设立的信托计划回购义务等事项的发生也说明发行人母公司流动性紧张。2019年1月16日,深交所对康得新发出问询函,要求就货币资金受限情形、存在大额货币资金但未能按时兑付的原因等事项做出说明。2019年1月20日,发行人公告称"在证券监管部门调查过程中,同时经公司自查,发现公司存在大股东占用资金的情况。"一方面,康得新为控股股东提供违规关联担保,康得新子公司张家港康得新光电材料有限公司(以下简称

"光电材料")先后与厦门国际银行股份有限公司北京分行、中航信托股份有限公司签订《存单质押合同》,均约定以光电材料大额专户资金存单为康得集团提供担保;另一方面,康得新及其子公司的资金被实时归集到康得集团,控股股东将康得新的存款归集到自己名下,使得其账上原有的122亿元货币资金变为零,进一步加剧了康得新流动性的恶化。

在建工程进度缓慢,资本支出较大,影响企业现金流

2016年至2017年康得新重要在建项目有4个,分别是年产1.02亿平方米先进高分子膜材料项目、年产1亿片裸眼3D模组产品项目、2亿平方米光学膜项目生产基地改造项目、生产线及配套设备项目。康得新不断加大对四个项目新增投入,但在建工程进度缓慢,产出效果并未有明显改善。根据证监会于2019年7月查明的公司利润总额数据,2015-2018年公司利润总额分别为-7.35亿元、-7.87亿元、-10.62亿元、-21.35亿元,公司利润总额始终为负,且不断下降。在此背景下,康得新并未根据经营现状适当调整公司战略,降低投入,以减少资本支出,而是选择加大投入在建项目,以掩盖

其经营不佳的现状,最终导致资本支出不断加大,拖累公司 现金流。

公司虚构利润以推高股价, 加重企业成本

2015年12月,康得新定增募资净额29.82亿元,用于向光电材料增资,建设年产1.02亿平方米先进高分子膜材料项目。2016年9月,康得新定增募资47.84亿元,用于向光电材料增资,建设年产1亿片裸眼3D模组产品项目和前述先进高分子项目及归还银行贷款。然而,募集资金并未真正投进所谓高分子和3D模组产品项目,在2018年7月至12月期间,康得新累计将24.53亿元从募集资金专户转出,以支付设备采购款的名义支付21.74亿元、2.79亿元,转出的募集资金经过多道流转后主要资金最终回流至康得新,用于归还银行贷款、配合虚增利润,推高股价。实际上,2015—2018年末公司净利润连续为负,发行人仅就虚增利润导致的所得税增加超十亿元,这进一步加重企业成本;另一方面,公司真实业绩及存在的问题未能及时披露,后期负面消息接连发生,重创了公司形象,严重打击投资者信心,使得公司再融资能力遭受重创,公司无力借新还旧,资金链断裂。

表3 主要财务指标

项目	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报	2018年报
资产总额(亿元)	108.77	183.68	264.25	342.62	342.54
所有者权益(亿元)	48.27	92.15	156.02	180.29	181.55
长期债务(亿元)	24.36	17.03	8.87	44.39	45.22
全部债务(亿元)	52.17	68.89	71.34	121.01	117.79
营业收入(亿元)	52.08	74.59	92.33	117.89	91.50
利润总额(亿元)	11.87	16.46	23.02	29.12	3.43
EBITDA(亿元)	16.12	22.08	29.15	37.47	13.48
经营性净现金流 (亿元)	4.30	9.07	-0.48	36.62	13.10
营业利润率 (%)	38.68	36.84	39.56	39.07	39.02
净资本收益率 (%)	20.72	15.25	12.59	13.73	1.56
资产负债率 (%)	55.62	49.83	40.96	47.38	47.00
全部债务资本化比率(%)	52.07	43.04	31.59	40.52	39.72
流动比率(%)	193.41	192.82	220.34	214.19	190.90
全部债务/EBITDA (倍)	3.24	3.12	2.45	3.23	8.74
EBITDA利息倍数(倍)	6.45	6.23	7.77	6.49	1.93
经营现金流动负债比(%)	12.12	12.41	-0.48	31.20	11.46

资料来源: 联合资信COS系统

Policy Guidelines 政策指南

中国人民银行决定于2019年9月16日下 调金融机构存款准备金率

中国人民银行决定于2019年9月16日全 面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融 公司),以支持实体经济发展,降低社会融 资实际成本。在此之外,为促进加大对小 微、民营企业的支持力度,再额外对仅在省 级行政区域内经营的城市商业银行定向下 调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11 月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百 分点。中国人民银行将继续实施稳健的货 币政策,不搞大水漫灌,注重定向调控,兼 顾内外平衡,加大逆周期调节力度,保持流 动性合理充裕,保持广义货币M2和社会融 资规模增速与名义GDP增速基本匹配,为 高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜 的货币金融环境。

(摘自中国人民银行网站, 2019年9月6日)

证监会等三部门: 扩大银行参与交易所 债券市场范围

近日, 证监会与人民银行、银保监会联 合发布通知,在前期试点基础上,扩大在证 券交易所参与债券交易的银行范围,包括 政策性银行和国家开发银行、国有大型商 业银行、股份制商业银行、城市商业银行、 在华外资银行、境内上市的其他银行。通知 表示,银行应在依法合规、风险可控、商业 可持续的前提下,在证券交易所参与债券 现券的竞价交易。此举是债券市场互联互 通的重要一步, 此举有助于增加交易所市 场的资金供给,促进债券市场发展,更好 服务实体经济:有助于促进交易所市场与 银行间市场融合,完善债券市场功能;有助 于加强资本市场与货币市场联系, 畅通货 币政策传导渠道,提高货币政策传导效率, 促进金融市场稳定。

(摘自经济日报, 2019年8月7日)

国家外汇管理局: QFII和RQFII额度限 制取消

近日, 国家外汇管理局宣布, 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。此 次外汇局出台的政策可以归纳为三方面的 "取消":取消QFII和RQFII投资总额度; 取消单家境外机构投资者额度备案和审 批;取消RQFII试点国家和地区限制。此次 全面取消QFII和RQFII投资额度限制,是外 汇局更好地满足境外投资者对我国证券市 场不断增长的投资需求的又一重要改革举 措,可讲一步支持境外投资者参与境内市 场, 切实支持国际主流指数有序提高境内 股票和债券市场权重,提升中国资本市场 的国际认可度。

(摘自上海证券报, 2019年9月11日)

中央结算公司首场担保品违约处置拍 卖顺利完成

2019年8月5日,中央国债登记结算有 限责任公司组织的首场担保品违约处置拍 卖顺利完成,质权方全额处置质押债券,拍 卖处置资金超额覆盖回购交易标的债权金 额(含罚息等),有力保障了质权方的权益。 本次拍卖标的债券为"16红果小微债",债 券面额7700万元, 拍卖保留价为80元/百元。

拍卖过程中,市场机构参与活跃,共有证 券、信托、基金等多家机构参与投标,全场 投标量1.86亿元,投标倍数2.42倍。

(摘自中国债券信息网, 2019年8月5日)

中央结算公司联手欧洲清算银行助推中 国债市开放

2019年9月9日,中央国债登记结算有 限责任公司与欧洲清算银行有限公司在沪 签署合作备忘录,将从两方面便利外资机 构进入中国债市, 一是进一步便利化直接 投资银行间债券市场的渠道,二是探索高 效便捷的跨境担保品管理服务。

相关人士表示,中央结算公司管理债 券担保品13万亿元,已经成为全球最大的 债券担保品管理机构之一。通过与欧清银 行担保品管理平台的对接,推动担保品互 相认可,挖掘人民币债券担保品的跨境应 用场景,也将进一步提升中国债市的吸引 力,助推中国债市开放。

(摘自第一财经, 2019年9月12日)

上交所发布《非上市公司非公开发行可 转换公司债券业务实施办法》

2019年8月30日,上交所、全国股转公 司、中国结算共同制定并发布了《非上市公 司非公开发行可转换公司债券业务实施办 法》,将非公开发行可转换公司债券发行 主体范围由创新创业公司扩展至非上市公 司。《实施办法》扩大了发行主体及适用范 围,同时明确了发行方式、各方机构的职 责分工、转股流程、信息披露要求以及与 创新创业可转换债券试点衔接事项。上交

所表示,推出非公开发行可转换公司债券 是资本市场支持实体经济,缓解民营企业 和中小企业融资难、融资贵的重要举措, 有利于拓宽企业融资渠道,降低企业融资 成本。

(摘自中证网, 2019年9月2日)

境外机构投资者债券交易结算周期延长

2019年8月23日,中央国债登记结算 公司、中国外汇交易中心、上海清算所发布 联合通知,为进一步便利境外机构投资者 投资银行间债券市场,根据人民银行总体 要求,延长境外机构投资者债券交易结算 周期。境外机构投资者债券交易的结算周 期可选择T+0、T+1、T+2或T+3日;债券交 易结算双方中有一方为境外机构投资者即 可选择T+3的结算周期; 延长结算周期适 用的结算业务类别包括现券交易、质押式 回购、买断式回购和债券借贷。

(摘自中国证券网, 2019年8月23日)

交易商协会发布《双创专项债务融资工 具信息披露表》

依据《银行间债券市场非金融企业债 务融资工具管理办法》及中国银行间市场交 易商协会相关自律规则,协会组织市场成员 对《双创专项债务融资工具信息披露表》进 行了修订,经协会第四届债券市场专业委员 会第九次会议审议通过,予以发布施行。双 创专项债务融资工具是指非金融企业在银行 间市场发行的,募集资金通过投债联动的模 式用于支持科技创新企业发展的债务融资工 具。关于发行主体,发行主体应为具备良好 盈利能力及偿债能力的实体产业运营主体,

国有资本投资、运营公司, 园区经营企业等向 科技创新领域具有股权投资需求的企业。

(摘自中国银行间市场交易商协会网站, 2019年9月2日)

成都高新区出台全国首个地方政府专项 债券风险管理办法

日前,成都高新区出台了《专项债券项 目全生命周期风险管理办法》,对专项债从 发行前准备到运营管理、资产管理再到信息 披露、法律责任等,制定了涵盖其全生命周 期的风险管理机制。这是全国首个由地方出 台的地方债务风险管理相关办法。《办法》 对专项债券项目全生命周期进行了阶段划 分,细化并进一步明确了各个阶段的风险管 控措施,充分保障专项债券投资安全。

(摘自新华网, 2019年8月2日)



市场动向 Market Trends

意大利金融机构发行该国首单熊猫债

2019年8月1日,意大利存款和贷款机构股份有限公司发行了2019年第一期人民币债券,是意大利发行的首单熊猫债,也是首单由欧盟国家促进机构发行的熊猫债。据悉,该债券发行规模为10亿元,期限为3年,票面利率4.50%,债项等级为AAA级,与主体信用等级一致,展望为稳定。本期债券的成功发行,丰富了意大利存贷款公司的融资渠道,进一步扩大了中国银行间债券市场发行主体范围,是近年来中意两国友好合作关系不断发展的重要成果。

(摘自中国金融信息网, 2019年8月2日)

债券通参与机构升至1134家

近日,中央国债登记结算公司与债券通相继披露7月数据。其中,境外机构7月末在中央结算公司的债券托管余额为16986.20亿元,较6月增加533.82亿元,为连续第八个月增持。而债券通7月的交易量亦再创新高,达到2010亿元,并新增机构投资者96家,参与债券通的机构投资者总数已达到1134家。

(摘自中国金融信息网, 2019年8月6日)

中国首支林业生态地方政府专项债券发行

中国首支林业生态地方政府专项债券 由青海省政府在上海证券交易所发行,此次债券将重点用于青海省湟水规模化林场 建设。青海省湟水规模化林场包括西宁市 及海东市平安、互助、乐都、民和4个区县 的湟水河及其支流两岸山体,建设总面积 达到2379.13平方公里。2不同于其他依靠国家财政资金投入的项目,青海省湟水规模化林场试点本身就是一个机制体制创新的社会融资项目,通过林业生态地方政府专项债券发行,将为青海省林业生态项目建设开辟新投融资渠道。

(摘自中国新闻网, 2019年8月6日)

上海白玉兰广场CMBS刷新国内单笔 规模最高纪录

2019年8月14日,由华泰证券(上海)资产管理有限公司担任计划管理的"海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划"于上交所成功获批,规模高达138亿元,成功刷新目前国内CMBS产品规模最大。本项目发行人为金光纸业(中国)投资有限公司,底层资产为上海浦西地标"上海白玉兰广场"。从成熟市场经验来看,资产证券化能够有效拓展商业地产的直接融资渠道,有利于优化资产负债结构,同时能够为商业地产项目带来满足其发展所需的长期资金支持,有助于实现由出售向持有经营的转型和升级。

(摘自乐居财经, 2019年8月16日)

农业银行发行最大规模单笔资本补充 债券

2019年8月20日,农业银行在银行间债券市场成功发行首期850亿元无固定期限资本债券,发行利率4.39%,认购倍数2.5倍。此次发行有三个显著特点:一是发行规模"最大",为迄今为止银行最大规模单笔资

本补充债券,也是迄今为止银行间市场最大单笔规模的债券发行;二是发行价格"最低",4.39%的发行利率低于此前所有其他银行发行的一级资本工具价格;三是认购倍数"最高",投资者认购踊跃,全场认购倍数2.5倍,在大型银行永续债发行中最高。

(摘自中国证券报, 2019年8月21日)

资产证券化与金融债券发行回暖 租赁 业加码拓宽融资渠道

Wind数据显示,截至2019年7月31日, 我国租赁资产证券化产品的发行数量突破 100只,发行总金额突破1300亿元。相较于 去年同期69只、759亿元的发行规模,均有 明显增长。其中,证监会主管的企业资产支 持证券产品共发行68只,总金额为807.59亿元;银行间市场交易商协会主管的资产支 持票据产品共发行44只,总金额为531.22亿元。业内人士表示,金融债券对于补充中长 期资金、缓解金融租赁公司流动性风险有 显著作用。金融债券具有期限长、成本较 低的特点,其期限一般为3年至5年,利率略 高于同期定期存款利率水平,发行金融债 券能够较有效地解决金融机构的资金来源 不足和期限不匹配的矛盾。

(摘自金融时报, 2019年8月26日)

券商金融债利率持续走低,流动性传导 "水源"充沛

2019年8月29日,海通证券2019年第一期金融债券成功发行,该期债券为3年期,规模70亿元,最终发行利率3.39%。这一发

行利率在1年期上海银行间同业拆放利率的基础上增加了34个BP,也是目前券商发行的金融债中票面利率的最低值。自7月19日广发证券率先成功发行一期金融债以来,证券公司在银行间债券市场发行金融债的票面利率呈逐步走低之势。某大型券商研究所的固收分析师表示,8月份资金利率没有明显下降,资金面也不是非常宽松,头部券商金融债发行利率走低主要是基于无风险利率的下行。而8月份无风险利率下行主要受外部因素影响、经济数据不及预期、LPR推出引发市场降息预期等因素共同推动。

(摘自上海证券报, 2019年8月30日)

发行与成交皆创新高,银行资本补充债 券迎来大时代

统计数据显示,商业银行资本补充债券发行量创下历史新高。Wind数据显示,截至8月29日,商业银行资本补充债券发行规模已达7494亿元。此前,商业银行资本补充债券的年度最高发行规模为2017年的4804.23亿元。截至8月28日,二级市场上商业银行资本补充债券成交量已达8445.49亿元,远超以往各年度规模,且首次超过商业银行普通金融债的成交量。截至8月28日,今年商业银行普通金融债的成交量为7038.68亿元。不难看出,今年以来商业银行资本补充债券发行、成交双双放量,齐创历史新高。

(摘自新浪财经, 2019年8月30日)

中国政府债券将被纳入摩根大通旗舰 指数,权重达10%上限

2019年9月4日,摩根大通宣布,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,纳入工作将在 10个月内分步完成。此次调整标志着有9支 符合资格的高流动性中国政府债券将于2020年2月28日起被纳入上述指数,其中包括6支已发行的债券以及3支定于2019年10月至12月期间发行的新债。跟踪全球新兴市场政府债券指数系列的资产规模约2260亿美元,此次纳入的中国政府债券将在完全纳入后达到该指数10%的权重上限。

(摘自第一财经, 2019年9月4日)

首单挂钩LPR浮息债券发行

根据发行结果公告,"19通威SCP004"发行总额为3亿元,期限为270日,发行利率为4.8%,即一年期LPR+0.55%。募集说明书显示,该期债券采用浮动利率形式。票面利率为基准利率±基本利差。其中,基准利率为计息季度起息日前全国银行间同业拆借中心最新公布的一年期贷款市场报价利率,也就是LPR。基本利差则根据簿记建档结果确定。基准利率在该期债券存续期内每季度调整一次,基本利差在存续期内固定不变。市场人士认为,LPR体现的是银行贷款收益,挂钩LPR浮息债券的推出,随着债券期限逐步拉长,将提高债券和贷款收益的可比性,有利于丰富金融机构配置资产类别。

(摘自凤凰网财经, 2019年9月20日)

兴业银行发行首单挂钩LPR浮动利率 信贷ABS

近日,兴业银行作为发起机构,在全国银行间债券市场成功发行"兴银2019年第四期信贷资产支持证券",总规模55.18亿元,成为市场首单挂钩LPR为基准定价的浮动利率信贷资产证券化(ABS)产品。本期信贷ABS底层资产属兴业银行对公企业贷款,基础资产合计37笔,涉及30户借款人,集中度和整体信用质量较高。同时,证券端和资产端利率均为以LPR为基准定价的浮动利率。为对冲存续期间的利率波动

风险,该项目为投资人提供利率互换服务,以"ABS+LPR-Swap(掉期)"组合投资模式,对冲产品存续期间利率波动风险,锁定投资人的期间收益。

(摘自中国债券信息网, 2019年9月24日)

沈阳机床股份有限公司被法院裁定受 理重整

8月19日,沈阳机床股份有限公司发布公告称,公司已于2019年7月15日发布《沈阳机床股份有限公司关于债权人申请公司重整的提示性公告》,公告债权人沈阳美庭线缆销售有限公司申请公司进行重整的相关事宜。2019年8月16日,公司收到沈阳市中级人民法院送达的《民事裁定书》((2019)辽01破18—1号),裁定受理债权人美庭线缆对公司的重整申请,指定沈阳机床股份有限公司清算组担任机床股份管理人。

(摘自Wind, 2019年8月19日)

精功集团提起重整申请

9月6日,精功集团及绍兴精汇投资管理有限公司、浙江精功控股有限公司,向绍兴市柯桥区人民法院提出重整申请。精功集团称,2018年以来,精功集团在去杠杆的大背景下发债困难。同时因证券市场不景气,上市公司股票价值大幅下跌,承担巨额担保责任,投资决策失误等多方面原因,造成公司出现严重流动性危机。2019年初开始,公司积极应对风险,寻求重组方案。但苦于资产负债缺口较大,资产流动性不畅,且各类债权逾期后,债权人纷纷向各级法院提起诉讼,上市公司股权、公司银行账号等均被人民法院查封、冻结。目前,公司已经无法清偿到期债务,靠公司自身无法完成自我重组。

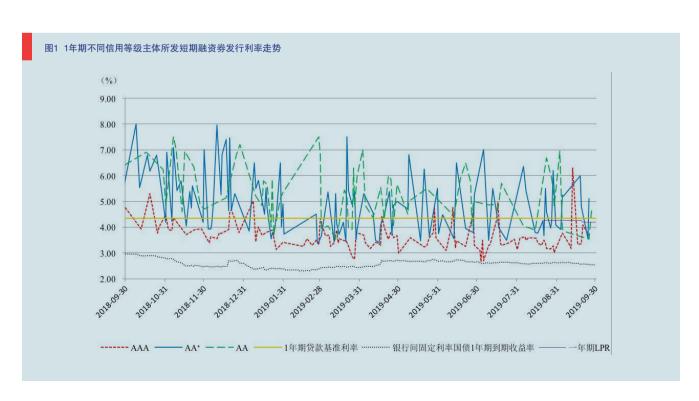
(摘自和讯网, 2019年9月7日)

1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

2019年8月至2019年9月,央行继续实施稳健的货币政策,通过多种货币政策工具维持了银行间流动性的合理充裕。具体来看,央行实施 逆回购共计15100.00亿元, 逆回购到期11900.00亿元, 实现净投放3200.00亿元; 通过中长期借贷便利(MLF)实现净回笼2235.00亿元; 通过 抵押补充贷款(PSL)实现净投放142.00亿元;同时,央行还对金融机构开展了835.00亿元的常备借贷便利(SLF)稳定债券短端利率。2019年9 月16日,央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,支持实体经济发展,降低社会融资实际成本。在此背景下,2019年9月,3年期公司 债和5年期中票的平均发行利率(4.27%和4.14%)较8月(4.34%和4.21%)均有所下降,而1年期短融、7年期企业债的平均发行利率(4.46%和 6.74%) 较8月份 (4.06%和6.16%) 有所上升。

表1 2019年8月—2019年9月债券平均发行利率(%)

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年其	肿票	7年期企业债		
旧用等纵	2019年8月	2019年9月	2019年8月	2019年9月	2019年8月	2019年9月	2019年8月	2019年9月	
AAA	3.26	4.01	3.88	3.70	3.95	3.99	5.81	6.60	
AA+	4.53	4.78	5.13	5.00	4.33	4.50	5.99	6.61	
AA	5.01	4.58	6.39	5.79	5.71	5.30	8.00	7.03	
平均发行利率	4.06	4.46	4.34	4.27	4.21	4.14	6.16	6.74	



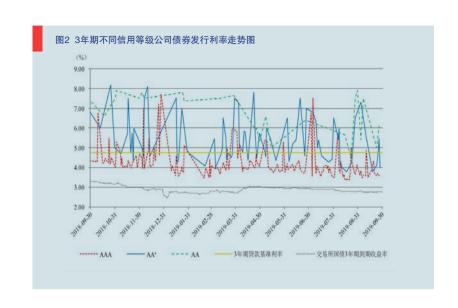
2019年8月至9月,银行间1年期固定 利率国债到期收益率稳中略有回落,AAA 级、AA+级主体所发1年期短期融资券的平 均发行利率(4.01%、4.78%)较8月均有所 上升,AA级主体所发1年期短期融资券的 平均发行利率(4.58%)较8月(5.01%)小幅 回落。

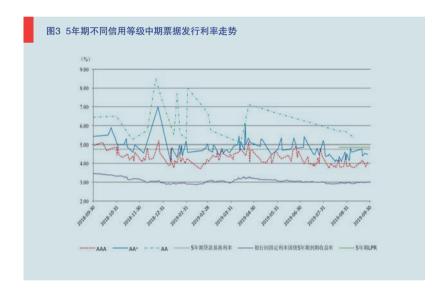
2019年8月至9月,交易所国债3年期 到期收益率稳中略有回落,3年期公司债的 平均发行利率走势和3年期固定利率国债 到期收益率的走势大致相同。2019年9月, 3年期AAA级、AA+级、AA级公司债的平 均发行利率(3.70%、5.00%、5.79%)较8月 (3.88%、5.13%、6.39%)均有所回落。

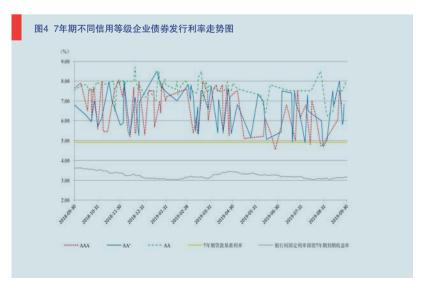
2019年8月至9月,银行间5年期固定 利率国债到期收益率稳中略有上升,5年 期中期票据平均发行利率走势与5年期固 定利率国债到期收益率的走势大致相同。 2019年9月,5年期AAA级和AA+级中期 票据的平均发行利率(3.99%和4.50%)较 8月(3.95%和4.33%)均有所上升,AA级 中期票据的平均发行利率(5.30%)较8月 (5.71%)有所回落。

2019年8月至9月,银行间7年期固定利率国债到期收益率稳中略有上升,7年期企业债平均发行利率与7年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年9月,7年期AAA级、AA+级企业债的平均发行利率(6.60%、6.61%)较8月均有所上升,AA级企业债的平均发行利率(7.03%)较8月均有所回落。

当前,全球经济下行、货币政策趋于宽松,国内经济面临的下行压力加大,同时国内物价面临结构性上行压力,预计央行将继续保持稳健的货币政策,积极采取措施支持实体经济,为经济转型升级和高质量发展创造良好金融环境,资金面仍将保持合理充裕。







2016年—2019年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1	9月
扫你	2010年	2017年	2018 4	数值 (万亿元)	同比
GDP	6.7	6.9	6.6	69.8	6.2
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.2	-	5.6
固定资产投资总额(不含农户)	8.1	7.2	5.9	46.1	5.4
社会消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	29.7	8.2
出口总额	-2.0	10.8	7.1	12.5	5.2
进口总额	0.6	18.7	12.9	10.4	-0.1
CPI	2.0	1.6	2.1	-	2.5
PPI	-1.4	6.3	3.5	-	0.0
社会融资规模存量	12.8	12.0	9.8	219.0	10.8
M2余额	11.3	11.3	8.1	195.2	8.4
人民币贷款余额	13.5	12.7	13.2	148.6	12.7

注: 1. GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率,固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率;2. 出口总额、进口总额计价货币为人民币,单位为亿元。 资料来源: Wind, 联合资信整理

2016年—2019年9月我国债券发行情况

			发行其	朋数(期)		发行规模(亿元)					
券种类别	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月	2019年1—9月 同比(%)	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月	2019年1—9月 同比 (%)	
政府债	1315	1290	1080	1134	28.72	89916.09	83089.34	77147.45	55930.32	-7.04	
国债	156	156	152	95	1.06	29457.69	39508.40	35506.77	21823.30	-1.96	
地方政府债	1159	1134	928	1056	34.18	60458.40	43580.94	41640.67	41698.11	10.00	
 P:行票据	0	0	0	4	_	0.00	0.00	0.00	140.00	_	
	817	787	729	408	35.10	41165.50	38691.51	41404.20	28745.80	13.61	
政策性银行债	624	545	489	227	49.34	33470.00	28819.78	29703.80	14320.30	-22.84	
商业银行债券	154	198	174	126	21.15	6230.50	8707.73	9182.40	12445.50	158.28	
非银行金融机构债券	39	44	66	55	19.57	1465.00	1164.00	2518.00	1980.00	2.91	
女府支持机构债券	19	25	46	34	-19.05	2250.00	3010.00	4170.00	2660.00	-30.18	
	498	382	282	289	81.76	5535.30	3530.25	2390.08	2581.19	90.30	
一般企业债	455	349	257	274	95.71	5485.30	3530.25	2260.68	2451.49	92.85	
集合企业债	3	0	0	0	-	50.00	0.00	0.00	0.00		
项目收益债	40	33	25	15	-21.05	390.40	200.70	129.40	129.70	52.23	
 -期票据	897	910	1399	1250	29.94	11077.10	10212.55	15893.65	14265.00	31.70	
 集合票据	0	0	0	0	-	30.00	0.00	0.00	0.00	-	
短期融资券	2636	2134	2912	2596	21.76	33277.85	23361.90	30664.30	26479.50	15.58	
一般短期融资券	687	463	422	354	11.32	6082.95	3949.70	4193.30	3308.30	3.04	
 望短期融资券	1949	1671	2490	2242	23.59	27194.90	19412.20	26471.00	23171.20	17.62	
E券公司短期融资券	60	19	57	108	184.21	1178.60	392.00	1425.00	2746.00	184.56	
子 至 至 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注 注	343	115	446	1885	33.08	3908.53	584.95	9318.35	6959.96	2.30	
 (交易所)	1936	1990	2041	354	46.69	4791.80	8900.68	9557.15	5870.58	10.32	
 	38	403	248	466	339.62	166.57	5977.29	1256.98	1865.00	253.42	
 非公开定向债务融资工具	742	726	768	 676	28.76	5990.65	5127.13	5478.87	4796.17	29.78	
 公司债	2261	1201	1522	1699	66.73	27859.68	11024.74	16575.65	17950.32	68.48	
 E 券 公司债	165	264	210	146	-14.62	4260.10	6339.40	4718.90	3796.30	-1.23	
 J转债	11	52	83	89	74.51	212.52	947.11	793.12	1635.15	221.38	
 「交换债	71	80	28	41	95.24	674.29	1167.84	464.74	639.18	46.31	
]目收益票据	11	5	0	0		38.50	21.10	0.00	0.00	-	
]业存单	16452	26931	27301	 19868	0.58	129931.00	201872.40	210832.40	129506.33	-18.22	
 际机构债	4	4	4	6	200.00	125.00	60.00	60.00	105.00	203.47	
DR计价债券(折人民币)	2	0	0	0		55.80	0.00	0.00	0.00		
	28278	37318	39156	31053	12.04	362444.88	404310.19	432150.84	306671.80	-2.78	

注: 1. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 2. "非银行金融机构债"中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 3. "政府支持机构债券"包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 4. "公司债"不包含证券公司债; 5. 证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司债券和证券公司债券,6. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)值在交易所债券市场发行的资产支持证券; 7. 由于私募债券尚无权威披露口径,部分私募债券缺失发行规模信息,本表统计口径为Wind中截至2019年10月15日已披露的数据,并会对之前的数据进行追溯调整。 资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信评估有限公司评级公告

(2019年8月1日至2019年9月30日)

注 半			次评级结	果		最	新评级约	吉果	427-	#n#a	发行
债券名称	发行额 (亿元)	 债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	发行 时间	期限 (年)	利率 (%)
红豆集团有限公司2019年度第二期中期票据	8	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2019-03-19	2019-08-01	3+N	8.70
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2019年度第二期短期 融资券	5	_	AA	稳定	A–1	AA	稳定	2019-04-11	2019-08-01	366天	4.17
武汉洪山城市建设投资有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-07-29	2019-08-01	366天	3.90
中国蓝星(集团)股份有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-31	2019-08-01	3	3.80
宁波市镇海投资有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-04-23	2019-08-02	5	4.40
中央汇金投资有限责任公司2019年度第五期短期融资券	80	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-30	2019-08-02	366天	2.85
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十三期中期票据	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-30	2019-08-02	3	3.35
中央汇金投资有限责任公司2019年度第六期短期融资券	60		AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-23	2019-08-28	366天	2.84
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十四期中期票据	70	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-23	2019-08-28	5	3.48
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十五期中期票据	80	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-20	2019-09-25	3	3.18
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十六期中期票据	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-20	2019-09-25	5	3.52
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第七期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-08	2019-08-05	3+N	4.00
天津渤海国有资产经营管理有限公司2019年度第一期短期融资券	12	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-06-21	2019-08-05	366天	3.64
天津渤海国有资产经营管理有限公司2019年度第二期短期融资券	12	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-19	2019-08-14	366天	3.58
天津渤海国有资产经营管理有限公司2019年度第三期短期融资券	13	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-19	2019-08-16	366天	3.54
天津渤海国有资产经营管理有限公司2019年度第四期短期融资券	13	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-19	2019-08-22	366天	3.50
广西铁路投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	_	AAA	稳定	A–1	AAA	稳定	2019-07-29	2019-08-06	366天	3.33
广西铁路投资集团有限公司2019年度第二期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-29	2019-08-14	3	3.83
黄冈市城市建设投资有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-07-09	2019-08-06	3+2+2	4.15
泰州凤城河建设发展有限公司2019年度第一期中期票据	10	_	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-29	2019-08-07	3	5.68
泰州凤城河建设发展有限公司2019年度第一期短期融资券	7	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-07-19	2019-08-12	366天	4.30
甘肃亚盛实业(集团)股份有限公司2019年度第二期中期票据	4	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-07-19	2019-08-12	3+2	4.47
武汉旅游发展投资集团有限公司2019年度第二期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-06-25	2019-08-12	366天	3.88
陕西延长石油 (集团) 有限责任公司2019年度第九期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2019-08-13	3+N	3.96
陕西延长石油 (集团) 有限责任公司2019年度第十期中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-14	3	3.50
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第二期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-16	2019-08-21	366天	2.70
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第三期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-09-11	2019-09-18	366天	2.70
中国建材股份有限公司2019年度第三期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-06	2019-08-13	3	3.35
华能澜沧江水电股份有限公司2019年度第二期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-26	2019-08-14	3+N	3.93
联发集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-07-30	2019-08-14	366天	3.39
上海奉贤南桥新城建设发展有限公司2019年度第一期中期票据	18	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-31	2019-08-14	5	4.10
伊犁州国有资产投资经营有限责任公司2019年度第一期中期票据	2	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-30	2019-08-14	3+2	5.90
云南省城市建设投资集团有限公司2019年度第五期中期票据	10	-	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-14	3	5.97
云南省城市建设投资集团有限公司2019年度第六期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-20	2019-08-28	3	5.96
中交第四航务工程局有限公司2019年度第一期中期票据	10		AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-08	2019-08-14	3+N	4.27

	//>		次评级结	:果		最	新评级约		//>	шая-	发行
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体级别	评级 展望	 债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	发行 时间	期限 (年)	利率 (%)
嘉兴市高等级公路投资有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-08	2019-08-15	5	4.10
西南水泥有限公司2019年度第三期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-07	2019-08-15	3	3.55
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第九期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-18	2019-08-15	366天	3.40
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第十期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-31	2019-09-11	366天	3.33
中远海运发展股份有限公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-16	2019-08-15	3	3.56
冀中能源邯郸矿业集团有限公司2019年度第三期短期融资券	4	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-06-03	2019-08-16	366天	4.20
陕西煤业化工集团有限责任公司2019年度第三期中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-14	2019-08-16	5	3.97
陕西煤业化工集团有限责任公司2019年度第四期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-23	2019-08-30	5	4.03
深圳市怡亚通供应链股份有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-07-31	2019-08-16	2+1	5.40
福州城市建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-05	2019-08-19	5	3.92
福州城市建设投资集团有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-16	2019-09-19	5	3.90
国家开发投资集团有限公司2019年度第二期中期票据(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-19	3	3.37
国家开发投资集团有限公司2019年度第二期中期票据(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-19	5	3.67
哈尔滨投资集团有限责任公司2019年度第二期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-07-31	2019-08-19	366天	3.87
江苏国泰国际贸易有限公司2019年度第一期中期票据	4.3	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-09	2019-08-19	3	4.29
开滦能源化工股份有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-31	2019-08-19	3	4.85
中国华能集团有限公司2019年度第四期中期票据(品种一)	10		AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-23	2019-08-19	3+N	3.77
中国华能集团有限公司2019年度第四期中期票据(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-23	2019-08-19	5+N	4.10
吉视传媒股份有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-31	2019-08-20	3	4.20
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第五期短期融资券	15	-	AAA	 稳定	A–1	AAA	稳定	2019-08-13	2019-08-20	330天	2.64
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第七期中期票据 (品种一)	11	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-09	2019-09-16	3	3.95
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第七期中期票据 (品种二)	4	-	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-09	2019-09-16	5	4.42
、1997年77 天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第八期中期票据 (品种一)	8	-	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-09	2019-09-18	3	3.97
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第八期中期票据 (品种二)	2	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-09	2019-09-18	5	4.43
安徽国贸集团控股有限公司2019年度第一期短期融资券	6	-	 AA	 稳定	A–1	AA+	稳定	2019-07-18	2019-08-21	366天	5.50
湖南省高速公路集团有限公司2019年度第四期中期票据	10		AAA	 稳定	AAA	AAA	 稳定	2019-08-12	2019-08-21	3+N	4.37
天津中环半导体股份有限公司2019年度第二期中期票据	6	-	AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-23	2019-08-21	3	5.76
徐州市交通控股集团有限公司2019年度第一期短期融资券	9	-	AA+	 稳定	A–1	AA+	稳定	2019-08-06	2019-08-21	366天	3.30
云南水务投资股份有限公司2019年度第二期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-07-16	2019-08-21	366天	4.99
江西省高速公路投资集团有限责任公司2019年度第二期中期票据	25	-	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-14	2019-08-22	5	3.83
兖矿集团有限公司2019年度第四期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-24	2019-08-22	3+N	4.68
德阳市建设投资发展集团有限公司2019年度第二期中期票据	3	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-08-15	2019-08-26	3+2	4.50
江苏大丰海港控股集团有限公司2019年度第二期短期融资券	5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-08-16	2019-08-26	366天	7.00
桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-25	2019-08-26	3+2	4.88
新疆天富集团有限责任公司2019年度第一期短期融资券	7	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-07-02	2019-08-26	366天	5.60
浙江恒逸集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5.5	-	AA+	 稳定	A-1	AA+	稳定	2019-08-07	2019-08-26	366天	6.80
浙江恒逸集团有限公司2019年度第二期短期融资券	7	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-09-09	2019-09-23	366天	6.80
中国化工集团有限公司2019年度第三期中期票据	15	-	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-21	2019-08-26	3	3.55
京投发展股份有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-15	2019-08-27	3	4.70

	42ペーセエ		次评级结	果		最	新评级组	課	1121/-	#07B	发行
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	发行 时间	期限 (年)	利率 (%)
龙城旅游控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-08-19	2019-08-27	3	6.30
无锡产业发展集团有限公司2019年度第二期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-27	366天	3.15
漳州市经济发展集团有限公司2019年度第二期中期票据	4	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-08-12	2019-08-27	3+2	4.50
北京市热力集团有限责任公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-13	2019-08-28	366天	3.15
深圳市东阳光实业发展有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-31	2019-08-28	3	7.50
深圳市东阳光实业发展有限公司2019年度第二期中期票据	2.5	_	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-04	2019-09-09	3	7.50
新和成控股集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA+	 稳定	A-1	AA+	稳定	2019-08-21	2019-08-28	366天	3.80
重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司2019年度第一期 中期票据	10	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-19	2019-08-28	3+2	7.00
广东省航运集团有限公司2019年度第一期中期票据	6		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-06	2019-08-29	5	4.15
凯盛科技集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA+	 稳定	A-1	AA+	稳定	2019-08-09	2019-08-29	366天	4.37
凯盛科技集团有限公司2019年度第一期中期票据	4		AA+	 稳定	AAA	AA+	稳定	2019-08-26	2019-09-26	3+N	5.50
荆门高新技术产业开发有限责任公司2019年度第二期中期票据	7	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-06-28	2019-08-30	3	6.31
宿迁市城市建设投资(集团)有限公司2019年度第一期短期融资券	4.5	-	AA+	 稳定	A-1	AA+	稳定	2019-08-22	2019-08-30	366天	3.43
佛山市燃气集团股份有限公司2019年度第一期中期票据	2		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-22	2019-09-02	3+2	3.70
安庆经济技术开发区建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-08-26	2019-09-03	3+2	6.30
浙江新大集团有限公司2019年度第一期中期票据	2	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-08-22	2019-09-03	3	6.50
北京市大兴区国有资本投资运营有限公司2019年度第一期中期票据	16		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-30	2019-09-04	3	3.70
苏州汾湖投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA	 稳定	A–1	AA	稳定	2019-07-10	2019-09-04	366天	3.84
北大方正集团有限公司2019年度第一期短期融资券	30		AAA	 稳定	A–1	AAA	稳定	2019-06-24	2019-09-10	366天	6.30
青岛市北城市建设投资有限公司2019年度第二期中期票据	2		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-30	2019-09-10	3	3.90
中国轻工集团有限公司2019年度第一期中期票据	8		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-31	2019-09-16	3	4.14
晋能集团有限公司2019年度第二期短期融资券	15	-	AAA	 稳定	A–1	AAA	稳定	2019-09-05	2019-09-17	366天	3.36
中国通用技术(集团)控股有限责任公司2019年度第一期中期票据 (品种一)	25				AAA	AAA	 稳定	2019-07-31	2019-09-17	3	3.63
(品种一) 中国通用技术(集团)控股有限责任公司2019年度第一期中期票据 (品种二)	10				AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2019-09-17	5	3.98
大同煤矿集团有限责任公司2019年度第五期中期票据	12.9	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-21	2019-09-18	3+N	6.69
大同煤矿集团有限责任公司2019年度第四期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-09-04	2019-09-23	366天	3.70
佛山市公用事业控股有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-10	2019-09-18	3+2	3.62
宿迁市交通产业集团有限公司2019年度第三期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-04	2019-09-18	5	4.60
华电江苏能源有限公司2019年度第三期短期融资券	5	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-09-02	2019-09-19	365天	3.20
陕西省水务集团有限公司2019年度第二期短期融资券	5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-08-14	2019-09-23	366天	3.53
中国建材集团有限公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-19	2019-09-23	5	3.95
南京市江宁区自来水有限公司2019年度第二期中期票据	4	-	AA	稳定	AA+	AA	稳定	2019-09-12	2019-09-24	3+N	6.97
雅安发展投资有限责任公司2019年度第一期中期票据	6	-	-	-	AA	AA	稳定	2019-08-23	2019-09-24	3+2	6.50
雅安发展投资有限责任公司2019年度第二期中期票据	4	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-08-23	2019-09-26	3+2	6.50
岗桥集团有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-12	2019-09-25	3	7.50
宿迁水务集团有限公司2019年度第一期中期票据	7	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-23	2019-09-25	3	4.10
珠海华发集团有限公司2019年度第五期中期票据	10		AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-18	2019-09-25	5	4.21
泉州台商投资区开发建设有限责任公司2019年度第一期短期融资券	6	-	AA	 稳定	A–1	AA	稳定	2019-08-29	2019-09-27	366天	4.65
	12		 AA	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2013-06-25	7	6.59

	42-4二克石	上	:次评级结	果		最	新评级约	課	发行		发行
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	时间	期限 (年)	利率 (%)
景德镇市国有资产经营管理有限公司2015年度第二期中期票据	8	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2015-10-23	5	4.98
景德镇市国有资产经营管理有限公司2016年度第一期中期票据	2.5	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2016-01-19	5	4.20
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2016年度第二期中期 票据	4.3	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2016-08-26	5	3.85
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2017年度第一期中期 票据	2	AA	AA	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2017-07-07	5	6.10
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2017年度第二期中期 票据	10	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2017–10–17	5	6.36
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2018年度第一期中期 票据	8	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2018-04-11	3+2	6.50
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2019年度第一期短期 融资券	5	A–1	AA	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-09-18	2019-01-24	365天	4.25
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2019年度第一期中期 票据	10	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-18	2019-07-18	5	5.61
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2019年度第二期短期 融资券	5	A–1	AA	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-09-18	2019-08-01	366天	4.17
亿利资源集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5	A–1	AA+	稳定	A-1	AA+	列入评 级观察	2019-09-06	2019-07-04	366天	7.00
2019年宁夏回族自治区政府一般债券(七期)	22	-	_		AAA	_	-	2019-08-15	2019-08-22	30	3.90
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(六期)-2019年宁夏回族自治区 政府专项债券(二十期)	7.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-15	2019-08-22	5	3.18
2019年宁夏回族自治区土地储备专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(二十一期)	1.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-15	2019-08-22	5	3.18
2019年宁夏回族自治区城乡发展专项债券(四期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(二十二期)	8.1	_	_		AAA	-	-	2019-08-15	2019-08-22	5	3.18
2019年宁夏回族自治区城乡发展专项债券(五期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(二十三期)	6	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-15	2019-08-22	10	3.30
2019年宁夏回族自治区政府一般债券(八期)	17.6				AAA	_	-	2019-09-06	2019-09-17	30	3.93
2019年吉林省政府一般债券(四期)	59.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	10	3.30
2019年吉林省土地储备专项债券(四期)-2019年吉林省政府专项债券(十四期)	119.1	_	_		AAA	_	-	2019-08-21	2019-08-29	5	3.21
2019年吉林省棚改专项债券(七期)-2019年吉林省政府专项债券 (十五期)	7.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	10	3.30
2019年吉林省市县级医疗机构基础设施建设项目专项债券(一期)- 2019年吉林省政府专项债券(十六期)	3.4	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	10	3.55
2019年吉林省产业园建设项目专项债券(一期)-2019年吉林省政府 专项债券(十七期)	2	-	-	-	AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	30	3.91
2019年吉林省城乡公用事业发展项目专项债券(一期)-2019年吉林省政府专项债券(十八期)	1.5	-	-		AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	7	3.43
2019年吉林省城乡公用事业发展项目专项债券(二期)-2019年吉林 省政府专项债券(十九期)	2.2		-		AAA	_	-	2019-08-21	2019-08-29	10	3.55
2019年吉林省城乡公用事业发展项目专项债券(三期)-2019年吉林 省政府专项债券(二十期)	1	-	-		AAA	-	-	2019-08-21	2019-08-29	20	4.01
2019年吉林省收费公路专项债券(一期)-2019年吉林省政府专项债券(二十一期)	1.0	-	-	-	AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	5	3.24
2019年吉林省收费公路专项债券(二期)-2019年吉林省政府专项债券(二十二期)	11.0	-	-	-	AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	7	3.38
2019年吉林省棚改专项债券(八期)-2019年吉林省政府专项债券 (二十三期)	1.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	7	3.38
2019年吉林省棚改专项债券(九期)-2019年吉林省政府专项债券 (二十四期)	2.0	-	-	-	AAA	_	-	2019-09-18	2019-09-26	10	3.51
2019年吉林省土地储备专项债券(五期)-2019年吉林省政府专项债券(二十五期)	17.1	-	-	-	AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	5	3.24
2019年吉林省城乡公用事业发展项目专项债券(四期)-2019年吉林 省政府专项债券(二十六期)	1.3	-	-		AAA	_	-	2019-09-18	2019-09-26	10	3.51
2019年吉林省城乡公用事业发展项目专项债券(五期)-2019年吉林 省政府专项债券(二十七期)	2.5	-	-	-	AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	30	4.00
2019年吉林省查干湖生态保护项目专项债券(一期)-2019年吉林省 政府专项债券(二十八期)	4	-	-		AAA	-	-	2019-09-18	2019-09-26	10	3.36
-200 2 2020 (-1, 00)											

注: 1.公告内容仅包括2019年8月1日至2019年9月30日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2.地方政府债无主体级别和展望

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2019年8月1日至2019年9月30日)

	41×2-4-T	上	次评级结	课		-	最新评级约	 吉果	42.4-	#n/a	424-11-5
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	- 发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
西藏金融租赁有限公司2019年第一期金融债券	20	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-15	2019-08-06	3	5.50
华西证券股份有限公司2019年度第三期短期融资券	14	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-31	2019-08-08	90天	2.82
华西证券股份有限公司2019年度第四期短期融资券	10		AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-26	2019-09-05	90天	2.89
交通银行股份有限公司2019年二级资本债券(品种一)	300	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-08-02	2019-08-14	5+5	4.10
交通银行股份有限公司2019年二级资本债券(品种二)	100	-			AAA	AAA	稳定	2019-08-02	2019-08-14	10+5	4.49
方正证券股份有限公司2019年度第一期短期融资券	15	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-15	90天	2.89
万联证券股份有限公司2019年度第一期短期融资券	3	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2019-07-24	2019-08-16	91天	3.25
乐山市商业银行股份有限公司2019年二级资本债券(第一期)	10		AA	稳定	AA-	AA	稳定	2019-08-09	2019-08-20	5+5	5.40
东北证券股份有限公司2019年度第六期短期融资券	15	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-08-13	2019-08-20	91天	2.91
2019年无锡农村商业银行股份有限公司二级资本债券	8	_	AA+	 稳定	AA	AA+	稳定	2019-08-09	2019-08-20	5+5	4.65
珠海华润银行股份有限公司2019年小型微型企业贷款专项金融债券 (第一期)	30	_	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-16	2019-08-26	3	3.66
珠海华润银行股份有限公司2019年创新创业金融债券(第一期)	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-06	2019-09-18	3	3.55
2019年厦门银行股份有限公司金融债券 (第二期)	15	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-26	2019-09-05	3	3.69
东兴证券股份有限公司2019年度第一期短期融资券	30	-	AA+	正面	A-1	AAA	稳定	2019-08-23	2019-09-09	91天	2.80
深圳农村商业银行股份有限公司2019年二级资本债券(第一期)	25	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2019-07-19	2019-09-10	5+5	4.45
贵阳银行股份有限公司2019年第一期绿色金融债券	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-13	2019-09-10	3	3.55
2019年瑞福德汽车金融有限公司金融债券	15	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-04-26	2019-09-11	3	6.00
渤海银行股份有限公司2019年无固定期限资本债券	200	_	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-03	2019-09-11	5+N	4.75
2019年浙江稠州商业银行股份有限公司二级资本债券(第一期)	20	-	-	-	AA	AA+	稳定	2019-08-29	2019-09-12	5+5	5.28
珠江人寿保险股份有限公司2019年第三期资本补充债券	5	_	AA	稳定	AA-	AA	稳定	2019-09-09	2019-09-24	5+5	6.25
广发银行股份有限公司2019年无固定期限资本债券	450	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-24	2019-09-25	5+N	4.50
山西长子农村商业银行股份有限公司2019年二级资本债券	2	-	А	稳定	A	A+	稳定	2019-04-25	2019-09-26	5+5	5.90
广东顺德农村商业银行股份有限公司2019年第一期创新创业金融债券	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-18	2019-09-27	3	3.45

注: 公告内容仅包括2019年8月1日至2019年9月30日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2019年8月1日至2019年9月30日)

发起机构/	受托机构/	准 半 友 和	额度	占比	发行利率	上次证	上次评级结果		果 最新评级结果		证券法定
贷款服务机构	发行人	债券名称	(亿元)	(%)	(%)	评级	评级时间	评级	评级时间	行时间	到期日
上汽通用汽车金	中粮信托有限责	融腾2019年第二期个人汽车贷款资产支持证券(优先A1级)	40.00	40.00	预期收益率 2.90	-	-	AAA _{sf}	2019-07-05	2019-08-06	2025-06-26
融有限责任公司	任公司	融腾2019年第二期个人汽车贷款资产支持证券(优先A2级)	48.50	48.50	短期贷款— 年-1.22		-	AAA _{sf}	2019-07-05	2019-08-06	2025-06-26

发起机构/	受托机构/	/± \\ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \	额度	占比	发行利率	上次记	平级结果	最新	评级结果	证券发	证券法定
贷款服务机构	发行人	债券名称	(亿元)	(%)	(%)	评级	评级时间	评级	评级时间	行时间	到期日
		长融2019年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券优先A1级资产支持证券	12.00	40.00	中长期贷款一至五年 (含)-1.60	-	-	AAA _{sf}	2019-07-08	2019-08-13	2025-02-2
长安汽车金融有 限公司	重庆国际信托股 份有限公司	长融2019年第一期个人汽车抵押贷款资产支 持证券优先A2级资产支持证券	12.70	42.33	中长期贷款一至五年 (含)-1.55	_	-	AAA _{sf}	2019-07-08	2019-08-13	2025-02-2
		长融2019年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券优先B级资产支持证券	2.30	7.76	中长期贷款一至五年 (含)-1.05	-	-	AAA_{sf}	2019-07-08	2019-08-13	2025-02-2
平安银行股份有	平安信托有限责	安鑫2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券(优先A1档)	7.00	70.00	中长期贷款五年以 上-1.73	-	-	AAA _{sf}	2019-07-31	2019-08-19	2030-12-2
限公司	任公司	安鑫2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券(优先A2档)	1.96	19.60	中长期贷款五年以 上-0.50	-	_	AAA _{sf}	2019-07-31	2019-08-19	2030–12–2
捷信消费金融有	华润深国投信托	捷赢2019年第三期个人消费贷款优先A档资产支持证券	25.65	67.50	4.80	-	-	AAA _{sf}	2019-07-22	2019-08-22	2025-02-2
限公司	有限公司	捷赢2019年第三期个人消费贷款优先B档资产支持证券	3.40	8.95	5.14	_	_	AA+ _{sf}	2019-07-22	2019-08-22	2025-02-2
中国工商银行股	华润深国投信托	工元宜居2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1级资产支持证券	60.00	40.06	中长期贷款五年以 上-1.74	-	-	AAA_{sf}	2019-07-25	2019-08-22	2037-05-2
份有限公司	有限公司	工元宜居2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2级资产支持证券	71.00	47.41	中长期贷款五年以 上-0.86	-	-	AAA _{sf}	2019-07-25	2019-08-22	2037-05-2
交银国际信托有 限公司	前海结算商业保 理(深圳)有限公司	前海结算商业保理(深圳)有限公司2019年度 第一期大同煤矿供应链资产支持票据优先级	10.00	99.90	5.50	-	-	AAA_{sf}	2019-05-31	2019-08-22	-
		浙商链融2019年度第六期企业应收账款资产 支持票据	6.20	100.00	3.90	-	-	AAA_{sf}	2019-08-15	2019-08-28	2023-08-0
折商银行股份有 限公司	华润深国投信托 有限公司	浙商链融2019年度第七期企业应收账款资产 支持票据A1档	0.75	23.51	3.90	_	-	AAA _{sf}	2019-09-12	2019-09-29	2023-09-0
		浙商链融2019年度第七期企业应收账款资产 支持票据A2档	2.44	76.49	4.10	-	-	AAA_{sf}	2019-09-12	2019-09-29	2023-09-0
比京住总房地产开	华润深国投信托	北京住总房地产开发有限责任公司2019年度 第一期资产支持票据优先A级	5.20	52.00	4.65; 4.65+ 调整基点	-	-	AAA_{sf}	2019-09-03	2019-09-10	2041-04-3
	有限公司	北京住总房地产开发有限责任公司2019年度 第一期资产支持票据优先B级	4.80	48.00	5.15; 5.15+ 调整基点	-	-	AAA _{sf}	2019-09-03	2019-09-10	2041-04-3
温州银行股份有	云南国际信托有	温润2019年第一期微小企业贷款资产优先A 档资产支持证券	16.40	70.81	3.60	-	-	AAA _{sf}	2019-08-12	2019-09-24	2023-08-2
限公司	限公司	温润2019年第一期微小企业贷款资产优先B 档资产支持证券	2.00	8.64	3.80	-	-	AA+ _{sf}	2019-08-12	2019-09-24	2023-08-2
中国建设银行股	建信信托有限责	建鑫2019年第五期不良资产支持证券优先档资产支持证券	19.70	75.19	4.30	-	-	AAA _{sf}	2019-08-01	2019-09-27	2025-02-2
份有限公司	任公司	建鑫2019年第六期不良资产支持证券优先档 资产支持证券	2.70	80.60	3.69	-	-	AAA _{sf}	2019-08-07	2019-09-27	2022–10–2

注:公告内容仅包括2019年8月1日至2019年9月30日期间发行的债券评级信息何级别有变动的评级信息;前海结算商业保理(深圳)有限公司2019年度第一期大同煤矿供应链资产支持票据优先级 的预期到期日为2020年8月21日;北京住总房地产开发有限责任公司2019年度第一期资产支持票据优先A级票面利率为: 20190911-20220429: 4.65; 20220430-20390429: 4.65+调整基点; 北京住总房地产开发有限责任公司2019年度第一期资产支持票据优先B级票面利率为: 20190911-20220429:5.15; 20220430-20390429: 5.15+调整基点

联合信用评级有限公司评级公告

(2019年8月1日至2019年9月30日)

	发行额	上	次评级组	課		最新	斤评级结	果	- 发行	#078	发行
债券名称	(亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	时间	期限 (年)	利率 (%)
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第五期)	23	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-26	2019-08-01	10	4.55
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第六期)品种二	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-15	5	3.69
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第七期)品种一	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-30	2019-09-11	3	3.42
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第七期)品种三	7	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-30	2019-09-11	10	4.38
南山集团有限公司2019年公开发行公司债券(第三期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-18	2019-08-05	1+1+1	5.10

	<i>₩</i> . /		次评级组	 課		最新		 果	112.Z-	#070	发行
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间	发行 时间	期限 (年)	利率 (%)
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(品种一)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2019-08-06	5+2	4.09
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2019-08-06	3+3	3.71
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(品种一)	10	_	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-01	2019-08-28	5+2	4.18
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(品种二)	3	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-01	2019-08-28	3+3	3.70
天津中环半导体股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券 (第二期)	6		AA+	 稳定	AA+	AA+	稳定	2019–07–29	2019-08-07	2+2+2	5.75
一 ^{一一} 北京华融基础设施投资有限责任公司2019年公开发行公司债券(第二期) (品种一)	5	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019–07–29	2019-08-08	3+2	3.57
北京华融基础设施投资有限责任公司2019年公开发行公司债券(第二期) (品种二)	15		AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-07-29	2019-08-08	5	3.98
中国南方航空集团有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(面向合格 投资者)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-30	2019-08-08	3	3.45
中国南方航空集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(面向合格投资者)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-06	2019-08-15	3	3.38
中国南方航空集团有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(面向合格 投资者)	7		AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-16	2019-08-22	3	3.38
联发集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	15	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-07-19	2019-08-09	3+2	3.74
联发集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)	15	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-07-19	2019-08-09	5	4.15
2019年安徽省池州市平天湖建设工程有限公司公司债券主动评级	7			-	AA _{pi}	AA _{pi}	 稳定	2019–08–19	2019-08-09	7	7.50
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2019年公开发行公司债券 (第一期)	8		AA	 稳定	AA	AA	稳定	2019-07-30	2019-08-12	3+2	 5.65
(第一期) 深圳市特发集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第 一期)	8				AA+	AA+	 稳定	2019-07-19	2019-08-13	3+2	3.78
新兴际华集团有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)品种一	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-14	5	3.90
新兴际华集团有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)(品种二)	5	_	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-14	10	4.55
河南投资集团有限公司2019年公开发行公司债券 (第一期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-12	2019-08-16	5	3.74
2019年第一期河南投资集团有限公司公司债券主动评级	10	-	_	-	AAA _{pi}	AAA _{pi}	稳定	2019-08-30	2019-09-10	5	3.85
2019年欧派家居集团股份有限公司可转换公司债券	15.0	_			AA	AA	稳定	2019-05-23	2019-08-16	6	0.40
2019年第一期成都兴城投资集团有限公司公司债券主动评级	15	_		_	AAA _{pi}	AAA _{pi}	稳定	2019-08-16	2019-08-16	5	3.94
平安不动产有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)品种一	7.1	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-19	3+2	3.70
平安不动产有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)品种二	9.4	_	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-09	2019-08-19	5+2	4.30
宁德市国有资产投资经营有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	8	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-08-08	2019-08-20	3+2	4.50
内蒙古包钢钢联股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	16.8	_	AA+	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-22	2019-08-20	3+2	6.38
内蒙古包钢钢联股份有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)品种二	33.2		AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-11	2019-09-18	2+2+1	5.92
2019年哈尔滨九洲电气股份有限公司可转换公司债券	3.1				AA-	AA-	 稳定	2018-09-11	2019-08-20	6	0.50
信达投资有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(品种一)	4	_	AAA	 稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-02	2019-08-21	3+2	3.89
信达投资有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(品种二)	6		AAA	 稳定	AAA	AAA	 稳定	2019-07-02	2019–08–21	5	 4.27
珠海金融投资控股集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券 (第二期)	5	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-08-09	2019-08-21	3+2	3.83
北京京客隆商业集团股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	4	_	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-08-15	2019-08-22	3+2	3.77
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第 十一期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-06	2019-08-23	3	3.93
云南城投置业股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	3.2	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-05-27	2019-08-26	1+1+1	7.80
奧國集团有限公司(面向合格投资者)公开发行2019年公司债券(第一期) (品种二)	15		AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-06	2019-08-30	2+2	6.80
武汉当代科技产业集团股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	6	_	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-08-16	2019-09-02	3+2	7.30
2019年南平武夷集团有限公司公司债券主动评级	5.3	-	_	-	AA _{pi}	AA _{pi}	稳定	2019-07-31	2019-09-03	7	6.23
温氏食品集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-23	2019-09-04	3+2	3.80
四川沱牌舍得集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)	4	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-08-27	2019-09-04	3+2	7.50

	42ペーセエ		次评级组	課		最新	听评级结	果	47%-	#078	发行
债券名称	发行额 (亿元)	债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	·····································	发行 时间	期限 (年)	利率 (%)
新湖中宝股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	7.5	_	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-11	2019-09-04	2+2	7.50
云南省建设投资控股集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-23	2019-09-05	3	4.85
君创国际融资租赁有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(品种一)	4	-		_	AAA	AA	稳定	2019-05-22	2019-09-05	2+1	5.30
杭州市城市建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	11.1	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-30	2019-09-06	5	3.70
中国华能集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第四期)(品种一)	9	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-29	2019-09-09	5+N	4.10
中国华能集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第四期)(品种二)	11	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-29	2019-09-09	10+N	4.65
中国电子科技集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-03	2019–09–11	5+2	3.88
国电科技环保集团股份有限公司公开发行2019年绿色公司债券(第一期)	9	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-08-30	2019-09-11	5	3.97
国家能源投资集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(第三期)	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-06	2019-09-16	3	3.50
上海世茂建设有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	10	-		-	AAA	AAA	稳定	2019-09-06	2019-09-17	3+2	4.30
湖南华菱钢铁集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第三期)	10		AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-10	2019-09-18	5	4.28
泸州市兴泸水务 (集团)股份有限公司2019年公开发行公司债券 (第二期)	2	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-09-05	2019-09-19	3+2	5.00
北京住总集团有限责任公司2019年公开发行可续期公司债券(第一期)	8	_	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-04-23	2019-09-19	3+N	4.20
中国通用技术(集团)控股有限责任公司2019年公开发行公司债券(第一期)品种一	33	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-09-09	2019-09-19	3	3.57
湖南财信投资控股有限责任公司公开发行2019年公司债券(第一期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-16	2019-09-20	3+2	3.75
光大嘉宝股份有限公司公开发行2019年公司债券 (第一期)	8.8	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-04	2019-09-20	3+2	4.46
绵阳市投资控股(集团)有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	15	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-09-16	2019-09-23	3+2	4.45
广汇汽车服务集团股份公司公开发行2019年公司债券(第二期)	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-15	2019-09-23	2+1	7.10
云南省工业投资控股集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(第二期)	4.8		AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-08-06	2019-09-23	3	6.00
凯盛科技集团有限公司2019年公开发行公司债券 (第一期) (品种一)	2	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-09-16	2019-09-24	1+1+1	4.42
中国国际贸易中心股份有限公司2019年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-08-22	2019-09-24	3+2	3.65
山东发展投资控股集团有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(面向合格投资者)	5	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-09-20	2019-09-25	3+2	3.55
版西延长石油(集团)有限责任公司2019年公开发行可续期公司债券(第一期)(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-11	2019-09-25	3+N	3.88
797 (1977年) / 映西延长石油(集团)有限责任公司2019年公开发行可续期公司债券(第一期)(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-09-11	2019-09-25	5+N	4.20
贵人鸟股份有限公司2014年公司债券	8	AA-	AA-	稳定	Α	Α	负面	2019-09-16	2014–12–01	3+2	6.80
正源房地产开发有限公司2016年公司债券(第一期)	20	AA	AA	负面	AA-	AA-	负面	2019-09-04	2016-07-13	3+2	7.30
正源房地产开发有限公司2016年公司债券(第二期)	20	AA	AA	负面	AA-	AA-	负面	2019-09-04	2016-07-22	3+2	7.00
三鼎控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	3.4	AA	AA	稳定	С	С	-	2019-09-06	2017-09-04	2+1	7.50
三鼎控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	4.3	AA	AA	稳定	С	С	_	2019-09-06	2017–09–25	2+1	7.30
三鼎控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	7.4	AA	AA	稳定	С	С	-	2019-09-06	2017–10–23	2+1	7.30
三鼎控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第四期)	4.9	AA	AA	稳定	С	С		2019-09-06	2017–12–04	2+1	7.20

注: 1.公告内容仅包括2019年8月1日至2019年9月30日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2.评级符号后有 "pi" 表示该评级为主动评级; 3.2019年9月3日, 三鼎控股集团有限公司主体及债项级别由AA级调整为A级并列入展望名单, 2019年9月6日, 主体及债项级别又调整为C

联合资信应邀在中国建设银行投资者联盟启动会(新疆站)上进行专题讲解





中国建设银行于2019年9月11日在乌鲁木齐举办"借力债券融资,服务一带一路"投资者联盟启动暨债券业务推介活动(新疆站)。中国建设银行通过举办本次活动,旨在搭建新疆区域型投资者联盟,对投行业务全产品和全业务流程形成覆盖和支持。通过债券推介会和实地路演等形式,为国内机构投资者提供认识和了解新疆区域优质企业的平台,提升西部地区企业在债务融资市场的知名度。联合资信应邀与中信建投、招商证券等多家业内知名机构一起参加了会议内容交流。

联合资信副总裁艾仁智博士在会上发表了"2019年上半年债券市场回顾与展望"的主题演讲。艾仁智博士认为,2019年上半年,监管部门一方面加大债券融资支持力度,重点满足民营和中小微企业融资需求,继续完善债市体制机制建设,推动债券市场

规范化发展;另一方面也继续加强债券市场风险管控,采用多元化手段处置债券违约,加快地方政府债券发行进度,严格防范地方政府债务风险。艾博士指出,债券市场运行方面,2019年上半年,债券市场总体发行规模同比有所增加,非金融企业信用等级向中高等级集中,企业性质呈现向国有企业集中的趋势,债券发行利率有所下行,信用等级对利差区分度较高,债券违约事件持续发生,同比大幅增加,其中民企占比大,应重点注意欠发达地区民企的财务状况。同时,艾仁智博士提到熊猫债市场发行同比明显下降,受国内信用风险偏好,熊猫债券信用等级依旧集中在AAA级,熊猫债的相关监管正在日渐完善。与熊猫债相比,中资美元债市场势态稳定,联合旗下的联合评级国际有限公司荣获2018年度最佳离岸美元债中资评级机构奖项,为中资美元债的发行人提供了更贴合发行人实际信用状况的中资国际评级机构的视角。

联合资信公共事业二部总经理王丽娟女士分享交流了"城投行业信用分析要点及行业展望"的主题演讲。王丽娟女士从评级角度并结合地方政府支持能力,政府支持可能性,企业自身经营实力详细分享了城投公司的业务特点和评级逻辑,并对城投行业的融资环境及债券市场表现进行了阐述。同时指出,短期看,2019年上半年城投债市场有所回暖,此外,政府推进隐性债务化解有助于缓解城投企业债务滚动压力,降低债务成本;长期看,城投企业分化态势持续加剧。王丽娟女士提示应关注债务集中到期及非标融资占比高带来的流动性风险,关注城投企业对外担保、业务转型等风险。

联合评级工商市场评级二部副总经理王安娜女士分享了"信用评级视角下的财务舞弊",王安娜女士结合财务舞弊实例,从三表的财务分析角度详解识别财报真伪的工具和方法,并结合信评经验讲解财务真实性核查与信用评级关系。

联合资信专家的专业讲解和分享获得了与会者的一致好评。近年来联合一直致力于为落实"一带一路"倡议,助力发行人融资提供优质的信用评级服务,在熊猫债和中资美元债发行方面发挥了一家中国领先评级机构的积极作用,受到资本市场参与方的广泛赞誉。



专业・尽责・真诚・服务