

# 债市聚焦

第 36 期  
总第 283 期  
2018

## 政策指南

中办国办印发指导意见：2020 年末国企资产负债率降 2%

楼继伟：专项债发行提速是开“正门”堵“后门”

地方债问责风暴来袭：银保监会加入，八家金融机构被罚

## 市场动向

创新资本工具无人问津 银行补资本首选二级资本债

今年 AAA 级企业债券弃发占比明显下降 融资环境趋于改善

兴业银行成功发行银行间市场首单央企 CMBN

全国首单灾后重建、旅游扶贫专项债落地

## 联合观点

实体零售企业转型对其信用水平的影响——以苏宁和国美为例

内地信用评级公司看准香港国际金融中心地位



### 联合资信官方微信平台

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



### 联合评级官方微信平台

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

## 政策指南

### 中办国办印发指导意见：2020年末国企资产负债率降2%

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，对国有企业资产负债率回归合理水平做出了明确部署。文件指出：促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平，推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平。

据财政部统计，截至2017年12月末，我国国有企业资产总额1517115.4亿元，负债总额997157.4亿元，国企负债率约为65.7%。按照《指导意见》中给出的“降低2个百分点”的目标，到2020年末，我国国企负债率预计将会降至63.7%左右。而8月16日国家发展改革委举行的供给侧结构性改革专题新闻发布会上，新闻发言人赵辰昕曾表示，根据有关部门统计，到今年6月底，全部国有企业资产负债率已降至64.9%。

要达到国企资产负债率下降的目标，《指导意见》还提出了以下针对性举措：首先是分类确定国有企业资产负债约束指标标准。文件指出，国有企业资产负债约束以资产负债率为基础约束指标，对不同行业、不同类型国有企业实行分类管理并动态调整。原则上以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加5个百分点为本年度资产负债率预警线，基准线加10个百分点为本年度资产负债率重点监管线。

其次，《指导意见》还强调加强金融机构对高负债企业的协同约束。对资产负债率超出预警线的国有企业，相关金融机构要加强贷款信息共享，摸清企业表外融资、对外担保和其他隐性负债情况，全面审慎评估其信用风险，并根据风险状况合理确定利率、抵质押物、担保等贷款条件。

同时，对列入重点关注企业名单或资产负债率超出重点监管线的国有企业，新增债务融资原则上应通过金融机构联合授信方式开展，由金融机构共同确定企业授信额度，避免金融机构无序竞争和过度授信，严控新增债务融资。对列入重点监管企业名单的国有企业，金融机构原则上不得对其新增债务融资。

（摘自每日经济新闻，李可愚，2018年9月14日）

[返回目录](#)

## 楼继伟：专项债发行提速是开“正门”堵“后门”

9月16日，中国发展高层论坛2018专题研讨会在北京召开，全国社保基金理事会理事长楼继伟就“专项债加速发行与稳定固定投资”话题接受采访。

当前，专项债的发行对稳定固投是否产生积极作用？对此，楼继伟表示，发行专项债是正规的渠道，原来以通道等方式投资，要把这些（不规范行为）刹住。

近几个月，地方政府专项债发行加速。财政部数据显示，8月共发行专项债券4287.5亿元，环比增加3197亿元，同比增加2935.7亿元。按照财政部部署，今年全年新增专项债额度为1.35万亿元，财政部8月14日下发的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》要求，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月发行。需要强调的是，目前加速发行的地方政府专项债在全国人民代表大会批准的1.35万亿元专项债券额度内。

对于地方政府是否回到过度举债，楼继伟特别解释道，今年中国政府大规模增加了对地方政府融资方面的额度，实际是开“正门”、堵“后门”，这个过程可能引起误解，认为是重启了过度的财政投资基础设施的政策，实际主要是开“正门”替代不规范的举债，也适当降低规模。

楼继伟进一步表示，我们一直采取措施逐步降低政府杠杆，主要是地方政府的杠杆。办法是规范他们的借贷，同时给以出路，也就是说允许地方增加赤字。此外，类似美国“市政债”那样的（专项债），经过中央批准的额度之内，今年的额度给的非常多，拿这个数量去替代那些不规范的借贷。

楼继伟强调，中国正在去杠杆，在采取了差不多两年的措施之后，我们从快速提高杠杆率到现在稳定住了，没有再提高，但还必须要把杠杆率降下来。

楼继伟认为，降杠杆去风险要讲究顺序和步骤，尽量降低痛苦。在顺序上，金融机构自身加杠杆，通过各种渠道操作，期限错配、风险错配是首当其冲需要加强监管的。当然，对引诱式借贷实为诈骗的行为要坚决打击。对地方政府的过度举债要尽力遏制，并给予正规的出路。然后是非金融企业和居民如何逐步降杠杆。“我们看到中国政府正在采取正确的措施，对降杠杆周期的判断也更加明确，不会太短，需要三年左右。”

（摘自每日经济新闻，张钟尹，2018年9月16日）

[返回目录](#)

## 地方债问责风暴来袭：银保监会加入，八家金融机构被罚

继财政部通报云南、广西、安徽、宁波等地政府违法违规举债担保问责案例后，银保监会也对涉及其中的部分金融机构的违法违规行为进行了处理。银保监会已依法对8家违法金融机构进行问责，同时采取对应监管措施，部分机构被处以罚款，还有部分机构被暂停业务等。地方债违法违规问责风暴持续，金融机构向地方债务违规融资的违法成本越来越高。

9月14日，财政部网站公布了8家金融机构违法向地方政府提供融资的行为。这也是银保监会首次公开集中通报金融机构违规向地方政府提供融资行为查处情况。通报称，前期，财政部根据有关方面反映的线索，向银保监会反映了部分金融机构违法违规向地方政府提供融资问题。从反馈处理结果来看，共涉及8个案例，1家银行、7家信托机构违法违规向地方政府提供融资。具体来看，包括违规要求地方政府所属部门提供担保、违规接受地方政府承诺函、违规接受地方政府违法担保等。

8个案例中的唯一一家银行是交通银行池州分行。2016年7月，池州金达建设投资有限公司以池州经济技术开发区金光大道等22条道路运营服务项目所对应的《政府购买服务协议》项下的收益权作质押，与交通银行池州分行签订金额5亿元、11年期的贷款合同，相关金融机构存在违规要求地方政府所属部门提供担保等行为。银保监会对交通银行池州分行罚款40万元，对相关责任人分别给予警告处分，并责令交通银行安徽省分行按照相关规定严肃追究与该业务相关人员的责任。

从数量上来看，信托公司违规行为高发。7家被罚信托公司违法违规案情基本类似，但在细节上有差别。有的信托公司是违规“要求”地方政府提供担保，例如陆家嘴国际信托、中江国际信托；有的是违规“接受”地方政府担保，例如国通信托、光大兴陇信托、国民信托；还有些则是“知悉”地方政府担保，例如万向信托。万向信托成立的“紫鑫5号事务管理类集合资金信托计划”和“紫鑫8号事务管理类财产权信托计划”，相关金融机构存在知悉相关债务由地方政府承担最终还款义务的情况下，仍根据委托人指令违规提供融资等行为，被银保监会罚款20万元。

从处罚方面来看，除了罚款还有业务叫停加全面自查整改，金融机构向地方债务违规融资的违法成本越来越高。具体来看，国通信托、万向信托和中江信托分别被处以70万元、20万元和60万元罚款，同时部分机构的信政类业务、政府融资平台性质的信托计

划被暂停。而光大兴陇信托被暂停政府融资平台性质的信托计划三个月，国民信托被暂停江苏省、云南省境内信政类业务三个月，陆家嘴信托信政类业务暂停三个月，暂停中泰信托政府性融资业务三个月，并要求中泰信托对涉及地方政府融资平台业务全面排查，及时整改。

财政部称，下一步，对涉嫌违法违规举债担保的其他地区和金融机构，待相关省级政府和监管部门依法依规核实处理后，财政部将及时通报处理结果，发挥典型案例警示作用。为打击地方政府违法违规融资担保行为，从2017年开始财政部联手省级政府、国家发改委、银保监会对违法违规举债担保相关责任方进行问责。财政部官网“地方债管理”一栏显示，截至今天，已有重庆、山东、河南、湖北、贵州、江苏、江西、四川、安徽、宁波、云南、广西、湖南等13个地方公开问责当地个别市县违法违规举债担保行为。银保监会已经公开问责了银行、信托、金融租赁公司共10家金融机构。财政部联合国家发改委问责了中兴华会计师事务所和部分发债企业等违法违规行为。

（摘自中国基金报，乔麦，2018年9月14日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 创新资本工具无人问津 银行补资本首选二级资本债

本是中小银行的“菜”，今年似乎也成了股份行的“心头好”。9月11日，中信银行发行300亿元二级资本债。这是今年第三家通过二级资本债“输血”的股份行，而去年全年仅1家。

资本承压之际，银行正密集通过IPO、定增、优先股、可转债等资本工具补充资本金，不过目前还未见创新资本工具。业内分析师称，传统资本工具的空间本身较大，用创新工具的必要性还不是很迫切。

#### 二级资本债成主力

受年底监管达标要求、表外融资需求回表等影响，多家银行资本金消耗过快，资本充足率下降。这在近期披露的半年报中已初现端倪。中国银行业协会发布的《中国上市银行分析报告》测算，若上市银行仅通过未分配利润补充资本，2018年将产生较大的资

本缺口。这就不难理解为何年初至今，银行运用多个外源性资本工具补充资本。据Wind不完全统计，截至目前，平安、浦发等5家上市银行有1585亿元可转债待发；工行、兴业等3家银行今年计划发行及获准发行的优先股合计为1350亿元。

从融资方式上看，银行主要以发行二级资本债为主。据Wind统计，今年约有35家银行（包括未上市银行）发行1904亿元二级资本债，且还有212亿元待发，合计规模已逼近去年上市银行全年发行规模2320亿元。与此同时，发债融资成本高于去年，发行利率介于4.45%和6.29%之间，而去年最高发行利率不超过5%。这一融资工具原本是中小型银行的常用方式，今年也成为不少股份行的选择。目前已有中信、浦发、浙商三家股份行加入发行队伍，分别发行300亿元、200亿元、150亿元。

银行面临资本困境，但是现在资本市场环境不太好，大多还是用债务型工具来补充资本。对于能够补充核心一级资本的融资方式——定增，仅农行年初1000亿元定增方案实施成功，南京银行30亿元定增计划意外被否。

### 创新资本工具暂未动静

银行利用多种工具优化资本充足水平，不仅要满足监管要求，也决定着银行竞争力水平。至于选择何种工具，各家银行各有打算。业内人士表示，定增需要股价处在上升通道，不能低于每股净资产，发行难度非常大，经常会有发行失败的风险，这是大部分银行不选择定增的原因。可转债市价可以低于每股净资产，但转股价要高于每股净资产。若6个月后转股价高于每股净资产，就可以顺利转股。目前市场上还未出现无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券等创新资本工具。

银行资本以核心一级资本工具为主，只要用了资本工具就可以优化资本结构。创新工具本身还没有非常成熟的操作模式，也面临新的监管要求，发行优先股或其他资本工具目前还有空间。不过，从目前我国上市银行面临的资本困境、《巴塞尔协议III》的规定和国际先进银行的实践来看，我国推出创新资本工具已势在必行。

（摘自上海证券报，魏倩，2018年9月13日）

[返回目录](#)

## 今年 AAA 级企业债券弃发占比明显下降 融资环境趋于改善

根据Wind数据统计,截至9月10日,今年取消或推迟发行的债券规模达到3431亿元,其中发行人主体评级为AAA的规模占比为27.56%。而2017年取消或推迟发行的6332亿元债券规模中,发行人主体评级为AAA的规模占比为41.33%。

这表明,今年以来AAA级企业取消发债的现状,相对于同期债市总体的取消发行情况,出现了明显改善。业内人士表示,今年AAA级的主体是非常受投资人青睐的,尤其是政策趋向鼓励加大配置中低评级信用债之后,市场资金利率也低,无论怎么买AAA级债券,确实性价比还是非常高的,相对来说风险也比较低。

### AA、AA+级企业弃发现象较为突出

根据统计,今年前8个月取消或推迟发行的债券规模累计达到3321亿元,单月平均值在大约415亿元。2017年前8个月,取消或推迟发行的债券规模累计则为4258亿元,平均每月弃发规模为532亿元。

对比来看,今年债券弃发的情况相对去年出现了明显好转。不过,除了前述AAA级企业取消或推迟发行规模的占比变化之外,其他不同主体评级的发行人之间也存在着明显的变化。根据Wind数据统计,2017年弃发的6332亿元债券规模中,AA、AA+、AAA级企业弃发规模占比分别为25.23%、27.25%、41.33%,合计占比为93.81%;AA-占比则为2.27%,主体评级为AA、AA+的弃发规模占比为52.48%。而今年以来(截至9月10日),累计3431亿元弃发规模中,AA、AA+、AAA级企业弃发规模占比分别为31.20%、36.48%、27.56%,合计占比95.24%;AA-占比为0.52%,发行人主体评级为AA、AA+的弃发规模占比高达67.68%。AAA级企业弃发规模占比明显下降,而对应增加的是AA、AA+级别的企业,这两个类别的发行人在今年的债券弃发情况中表现比较突出,弃发规模占比对应增逾15个百分点。

此外,弃发债券发行期限也以中短期债券为主。在今年以来的3431亿元弃发债券中,发行期限在一年以下的弃发债券规模为1190.24亿元,占比为34.69%;发行期限为三年和五年的分别有1164.9亿元、703.25亿元,占比分别为33.95%和20.50%。

### 未来企业融资环境将持续转好

业内分析师表示,就融资而言,不同企业所面临处境是不一样的。国企和大型民企现在处境不算太差,小微企业处境也未必差。虽然大家一直说小微企业融资难融资贵,

但现在是有大量政策进行倾斜的，所以小微企业信贷增加其实并不慢。现在困难最大的是中间的夹层企业，这些就是信用债的主体发行人，也就是主体评级在AA+往下走，因为大企业都是AAA了，小微企业也发不出债的。

去年AAA的发行人取消发行的多，是市场比较差，发行人对利率不满意就不发了，这些发行人资质相对也不差。今年是AAA的发行利率低，所以取消发行的少了，真正不好发债的是AA、AA+、AA-的发行人。今年的市场和去年对比，差别是比较大的。去年，资金面是一个比较大的决定因素，但今年以来比较大的变化，是违约等负面的冲击比较多，导致投资人对发行人主体的资质要求比较高，一些稍微差一点的主体就被抛弃比较多。从收益率曲线也能看到，AAA和AA+、AA的利差扩大是非常明显的。今年7月份以来，AAA的央企发行量增长非常明显，甚至发债替代自己的贷款，发行利率都非常低，都是百分之二点几三点几，比贷款利率还要低。根据Wind数据，8月份以来5年期AAA级中期票据发行利率平均在4.8%上下，相比之前4-7月份之间5.27%的平均发行利率，出现了明显的下行。

业内人士表示，目前AAA的行情并不差，尤其是此前MLF等政策出完之后，的确有很大改善。这说明融资其实正在缓慢改善，从高等级向中等级再向低等级传导，而且从表内信贷向表外，从标准化产品向非标蔓延。现在的融资环境比一季度末二季度初好很多了，而且未来会持续转好。

（摘自每日经济新闻，冷辉，2018年9月13日）

[返回目录](#)

## 兴业银行成功发行银行间市场首单央企 CMBN

9月10日，兴业银行成功发行银行间市场首单央企商业地产抵押贷款支持票据（CMBN）——保利置业集团有限公司2018年度第一期资产支持票据，发行规模11亿元，优先A级票面利率5.3%，优先B级票面利率6.3%。评级机构对优先A、B两档的评级均为AAA，债项评级高，受到众多机构投资者高度认可，认购倍数均超过两倍。

本项目的成功发行，是保利置业集团有限公司在银行间市场的首次亮相，为银行间市场引入又一重量级央企。据介绍，作为湖北省首单CMBN项目，该项目采用多种增信方式保证投资安全。除底层商业地产抵押和租金收入质押之外，还安排保利置业直接为



底层信托贷款提供差额补足承诺、为资产支持票据提供回售和回购承诺，项目本金对抵押物评估净值的抵押率为60.95%。

（摘自金融时报，李岚，2018年9月14日）

[返回目录](#)

## 全国首单灾后重建、旅游扶贫专项债落地

9月17日，四川省政府通过财政部深交所政府债券发行系统成功招标发行373.51亿元地方债。本次四川省地方债的发行包含两部分：一是一般债续发行，二是推出多个专项债。其中，一般债续发行规模10亿元，是深交所首次进行地方债续发行；专项债中则包括全国首单灾后重建专项债券。

“续发行是对已上市交易单期债券的增量发行，各要素均与原债券相同，上市后的债券与原债券合并交易。”深交所固收部相关负责人表示。据悉，此次一般债续发行的发行期限为7年，全场认购倍数22.09倍，中标价格为101.2元，参考收益率为4.064%。

据悉，本次四川省地方债发行还推出了土地储备专项债、棚改专项债、收费公路专项债、地下综合管廊建设专项债、地震恢复重建专项债、公园社区专项债、旅游扶贫开发建设专项债、医疗养老专项债、水务建设专项债、工业园区专项债等多个项目收益专项债创新品种，期限涵盖3年、5年、7年及10年。

从发行结果看，3年期土储专项债券全场认购倍数34.61倍，中标利率为3.8%；5年期土储及棚改专项债券全场平均认购倍数6.29倍，平均中标利率为3.90%；7年期各类专项债券全场平均认购倍数8.83倍，平均中标利率为4.06%；10年期各类专项债券全场平均认购倍数7.81倍，平均中标利率为4.05%，充分反映市场的高度认可。

（摘自上海证券报，2018年9月18日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 实体零售企业转型对其信用水平的影响——以苏宁和国美为例

零售是流通业的重要组成部分，发挥着引导生产、扩大消费的重要功能。从 2011 年开始，受 GDP 增速下滑、反腐、房价上涨等因素影响，社零增速持续下移，从 2012 年的 15% 下滑至 2015 年的 10% 左右。中国传统实体零售渠道特有的层层分销的品牌代理制，导致终端渠道商品加价率高；互联网零售带来渠道扁平化、商品价格透明化以及交易效率的提升促使其强势崛起。网络零售市场规模在社会零售中的占比逐年增加，同时线下实体零售租赁费用和员工费用持续上升，电商冲击叠加营业成本增加，传统百货、商超面临经营困境，2011 年以来，百家大型零售企业销售额增速持续放缓。面对外部竞争环境的剧烈变动以及消费者消费习惯的巨大变化，传统实体零售纷纷开始转型变革，以消费者为中心，从外部渠道的多样化和内部业态重构（业态转型、门店升级、运营方式等）进行全方位调整，降本提效。

在“新零售”概念带动下实体零售企业转型方向逐步明确。目前主要实体零售转型路径大致分为两种，转型路径一：线上线下全渠道发展；转型路径二：实体零售企业进行内部业态重构。

本文主要探究实体零售企业转型对其信用水平的影响，而苏宁易购集团股份有限公司和国美零售控股有限公司分别作为已基本完成线上线下融合转型的企业和仍在融合中的企业，其转型过程中信用水平的变化具有一定的行业代表性。我们选取苏宁和国美 2015~2017 年的数据进行分析，发现实体零售企业在转型期间可能出现盈利能力下降甚至亏损、债务负担加重、费用率上升等情况；而顺利完成阶段性转型的企业盈利能力开始回升、规模优势更加显著、债务负担回落、经营效率优化。从中我们得出以下结论：（1）转型时机的选择直接影响到规模发展速度和行业地位；（2）转型期间需要大量的资金投入，资本支出规模增大，企业的承压能力不一。

查看全文请点击 <http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2018-09-12/doc-ihixyeu6604316.shtml>

（摘自新浪财经，联合评级工商二部供稿，2018 年 9 月 12 日）

[返回目录](#)

## 内地信用评级公司看准香港国际金融中心地位

由联合信用管理有限公司全资拥有的联合评级国际有限公司（联合国际）九月十三日宣布该公司全面投入服务，藉香港蓬勃的金融业，把握“一带一路”及粤港澳大湾区建设所带来的商机。

联合国际致力为全球投资者及金融产品发行商提供独立、客观和公正的信用评级服务。联合国际首席执行官何昊洺博士表示，该公司目前专注于为中国债券发行人，包括房地产开发商、工业企业、金融机构、地方政府融资平台等，以及就结构性融资提供国际评级服务。他补充，凭借其母公司作为中国内地其中一个最大的专业信用信息服务提供商的地位，以及在内地坚实和全面的行业经验，联合国际能为国际投资者就中国信用情况提供更独特和更深入的分析。

何昊洺博士说：“香港是全球其中一个主要的国际金融中心，汇聚世界各地主要债券市场的投资者及投资银行家。因此，联合信用管理有限公司选择在香港设立首个离岸及国际据点，是理所当然的决定。”

他续说：“香港在‘一带一路’倡议及大湾区发展规划中占有重要的策略地位。我们相信在香港设点将为国际债券投资者及各个相关市场参与者提供更佳的服务，以达到业务国际化的目标。”

投资推广署助理署长蒋学礼博士欢迎联合国际落户香港，他表示：“香港作为全球其中一个顶尖的国际金融中心，是发展金融服务的理想地点。事实上，来自世界各地及内地的金融机构及银行已纷纷在港设点，有利联合国际以香港为跳板，拓展全球评级业务。”

（摘自香港特别行政区政府新闻公报，2018年9月13日）

[返回目录](#)