

债市聚焦

第 49 期
总第 344 期
2019

政策指南

[上交所信用保护凭证试点首批 4 单落地 名义本金 1.33 亿](#)

[三部门发文征求意见 公司信用类债券信息披露标准趋于统一](#)

[非公开发行人公司债券项目承接负面清单指引修订主要涉两项条款](#)

[最高法、证监会、央行开会 九大重点指明债券市场法治建设方向](#)

市场动向

[四川提前批专项债额度 624 亿 1 月 2 日全国首批发行](#)

联合观点

[提升公司债市场化水平，强化“结构化发行”风险管控](#)

[银行业 2019 年第三季度观察报](#)

[加大水利基础设施建设投资，对冲经济下行压力](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——安徽篇](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——贵州篇](#)

[机场行业研究报告](#)

[2019 年前三季度地方政府债券发行情况及展望](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——陕西篇](#)

[浅谈外资金融机构市场准入放宽对于境内银行和保险业的影响](#)

[水力发电行业浅析](#)

[航空运输业研究报告](#)

[项目收益类债券研究报告](#)

[对《银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）》的解读](#)



联合资信官方微信平台

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



联合评级官方微信平台

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

政策指南

上交所信用保护凭证试点首批 4 单落地 名义本金 1.33 亿

经中国证监会批准，上交所近期启动信用保护凭证试点。据悉，12月17日，首批信用保护凭证落地，共4单合计名义本金1.33亿元，有效支持债券融资44.6亿元。

稳妥推出信用保护凭证试点，是上交所在中国证监会指导下发展信用增进工具、促进民营企业融资的重要举措。2018年11月，根据中国证监会统一部署，上交所开展信用保护合约试点，试点工作平稳有序，在支持民企融资方面发挥了积极作用。截至目前，共有23家机构成为上交所信用保护合约核心交易商，共达成信用保护合约37笔，名义本金合计22.7亿元，有效支持18家实体债券融资125.4亿元。为进一步提升交易所债券市场服务实体经济能力，完善信用债市场风险定价机制，强化信用风险揭示功能，在前期信用保护合约稳健运行基础上，中国证监会批准同意上交所开展信用保护凭证业务试点。

交易所信用保护凭证是指由凭证创设机构创设、为凭证持有人就参考实体或债务提供信用风险保护的可交易流通的金融工具，具有以下特点：一是定价方式更为市场化，主要是采取簿记建档等方式创设，市场化程度高；二是要素较为标准化，可以通过非公开方式转让流通；三是投资者参与便捷，在满足投资者适当性条件下投资者无须签署主协议，覆盖面更为广泛；四是透明度高，对信用保护凭证存续期有较严格的信息披露要求。

上交所表示，下一步上交所将在证监会的统一领导下，进一步完善信用保护工具相关技术系统，通过市场服务和业务培训，支持和鼓励更多合格金融机构参与信用保护工具业务，以市场化方式缓解民营企业、中小微企业融资难问题，提升交易所债券市场服务实体经济的能力。

（摘自中国证券报，周松林，2019年12月18日）

[返回目录](#)

三部门发文征求意见 公司信用类债券信息披露标准趋于统一

12月20日，中国人民银行会同发展改革委、证监会发布《公司信用类债券信息披露管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）以及两份配套文件——《公司信用类债券募集说明书编制要求（征求意见稿）》（以下简称《募集说明书编制要求》）、《公司信用类定期报告编制要求（征求意见稿）》（以下简称《定期报告编制要求》），并公开征求意见。

统一债券信披标准

目前，不同的信用债由不同的部门进行管理，其信息披露文件的标准和要求也不尽相同。显然，本次征求意见稿在对公司信用类债券信息披露监管统一上迈出重要一步。

接近监管部门的业内人士认为，从本次三部门发布的征求意见稿看，核心是统一公司信用类债券信息披露标准，亮点是强化投资者保护机制，对债券违约相关情形的披露做出明确要求，旨在强化市场化约束机制，促进我国债券市场持续健康发展。

坚持三大原则进行规范

三部门在《管理办法》起草说明中指出，本次征求意见稿坚持了三大原则：一是坚持分类趋同。借鉴国际经验，结合市场发展需要，按照分类趋同的原则，推动信息披露在文件、内容、时点、频率等方面的一致。二是兼顾原则性与灵活性。明确信息披露的基本原则和要求，同时为该制度框架下特殊安排适当留出空间。三是兼顾现实性与前瞻性。注意与各市场既有的信息披露制度相衔接，也为持续深化信息披露统一提供基础。

同时，本次发布的《管理办法》在主要内容上可以总结为“三个明确、三个统一和一个规范”。

三个明确：一是明确信息披露的基本原则。强调信息披露应当遵循真实、准确、完整、及时、公平的原则，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。二是明确信息披露参与各方的责任。对企业及董事、监事和高级管理人员，控股股东和实际控制人，承销机构、会计事务所、评级机构等中介机构均明确相应的信息披露义务和法律责任。三是明确特殊状态下的信息披露义务人及相关责任。对企业被托管、接管或进入破产程序，以及转移债券清偿义务、债券违约等多种特殊情形下的信息披露责任进行规范，维护投资者合法权益。

三个统一：一是统一企业信息披露的义务。统一发行阶段的信息披露要求，明确披露文件要件、募集资金管理、企业内控制度与独立性等要求。统一存续期定期报告的披露内容、频率及时效性要求。二是统一存续期重大事项认定及披露要求。提出了二十五项重大事项类型，规范了重大事项信息披露时点要求，便于投资人及时获取信息。三是统一对自律组织及相关服务机构的要求。明确自律组织应当制定发布相应的信息披露规则，同时要求负责为信息披露提供服务的机构应当做好信息披露的技术支持和保障。

一个规范：即规范信息披露事务管理制度。要求企业内部应当建立信息披露事务管理制度，规范信息披露事务管理制度的审议程序。要求设置信息披露事务负责人，完善信息披露事务负责人管理。

业内人士表示，上述内容旨在对债券市场需求迫切的框架性标准进行统一规定，重点明确企业发行及存续期的信息披露、中介机构信息披露、监督管理等总体要求。同时，这些要求和标准，与当前各市场既有的信息披露制度相衔接，有利于监管标准趋于统一。

强化投资者保护机制

信息披露制度是资本市场保护投资者的重要基础性制度。本次三部门发布征求意见稿统一相关规则，也被认为是对投资者保护机制的完善和强调。

本次《管理办法》第二十五条提出，债券发生违约的，企业、主承销商、受托管理人、债权代理人或具有同等职责的机构应当按照规定和约定履行信息披露义务，及时披露发行人财务信息、违约事项、涉诉事项、违约处置方案、处置进展及其他可能影响投资者决策的重要信息，保障投资者知情权。企业被托管组、接管组托管或接管的，企业信息披露义务由托管、接管组承担。同时，《募集说明书编制要求》的第十一节“投资者保护机制”中也做出相应明确规定。

三部门在《募集说明书编制要求》说明中表示，充分考虑近年来违约债券处置中的实际问题，进一步推动完善募集说明书约定内容，强化募集说明书中关于债券违约情形、违约责任、受托管理人事项、债券持有人会议、投资者保护条款等与投资者权益密切相关的内容，为市场化、法治化处置违约债券提供基础。

值得注意的是，《管理办法》在“监督管理与法律责任”中明确，中国人民银行、发展改革委、证监会应当按照职责分工做好债券信息披露的行政监督管理。证监会依照证券法有关规定，对公司信用类债券信息披露违法违规行为进行认定和行政处罚，开展债券市场统一执法工作。同时要求，市场自律组织应当根据本办法有关规定制定信息披

露相关自律规则，并对外公布。对企业、中介机构及相关责任人员违反自律规则或相关约定、承诺的行为，可按照自律规则采取自律措施。

业内人士认为，本次征求意见稿对投资者保护机制条款的规定，有利于强化发债主体的责任，为相关债券违约后的市场化、法治化处置提供保障，提升对公司信用类债券投资者的保护力度。

（摘自中国金融新闻网，赵洋，2019年12月19日）

[返回目录](#)

非公开发行公司债券项目承接负面清单指引修订主要涉两项条款

据中国证券业协会12月20日消息，为防范非公开发行公司债券业务风险，协会对《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》进行了修订，修订稿现予发布，自发布之日起正式实施。据悉，本次修订内容主要涉及两项条款，分别为《附录》第四条和第十三条。

一是将被采取行政监管措施或纪律处分而已完成整改的发行人排除于负面清单外。为防范公司债券市场风险，给予发行人纠错后的公司债券融资机会，本次修订将原负面清单中“最近12个月内因违反公司债券相关规定被中国证监会采取行政监管措施；或最近6个月内因违反公司债券相关规定被证券交易所等自律组织采取纪律处分”的内容调整为“最近12个月内因违反公司债券相关规定被中国证监会采取行政监管措施，或最近6个月内因违反公司债券相关规定被证券交易所等自律组织采取纪律处分，尚未完成整改的”。

二是将存在违法违规行为房地产公司的认定主体进行了调整。根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，原国土资源部的职责已经整合。因此本次修订将“闲置土地”“炒地”“捂盘惜售”“哄抬房价”等违法违规行为认定的主体进行了相应调整。

（摘自中证网，胡雨，2019年12月20日）

[返回目录](#)

最高法、证监会、央行开会 九大重点指明债券市场法治建设方向

最高人民法院邀请全国人大常委会法工委、中华人民共和国司法部、国家发展改革委、中国人民银行、证监会等单位 24 日在京召开了全国法院“审理债券纠纷相关案件座谈会”（下称“座谈会”）。

最高人民法院院长周强、证监会主席易会满、中国人民银行副行长刘国强齐聚座谈会，畅谈债券市场法治建设，为下一步债券市场法治建设指明方向。

重点 1：加强市场化的违约债权转让 化解存量风险

易会满表示，债券市场的平稳运行事关金融稳定全局。在国务院金融委的统一指挥下，证监会积极加强与人民银行、发改委的沟通，对违法行为统一执法，共同维护债券市场的秩序，密切监测债券违约情况，尤其是关注股票质押风险的情况，不断完善风险处置机制，协调地方政府形成合力，支持市场机构综合运用债务重组、破产重整的方式，加强市场化的违约债权转让，化解存量风险。

重点 2：压实债券发行人和中介机构责任 加大对违法违规行为惩戒力度

易会满在审理债券纠纷案件座谈会上表示，下一步证监会将积极履行监管职责，压实债券发行人和中介机构的责任，加大对违法违规行为的惩戒力度，让做坏事的人付出沉重的代价。

重点 3：推动出台私募基金管理条例 配合多项司法条例的修订

易会满在审理债券纠纷案件座谈会上表示，资本市场是规则导向的市场，证监会高度重视依法治市依法监管，“四个敬畏一个合力”其中重要一条就是敬畏法治。在推进全面深化资本市场改革中，证监会始终重视市场化、法治化原则，大力推进完善资本市场的法治制度体系，配合全国人大、最高院、司法部推进证券法、刑法的修订，推动出台私募基金管理条例，配合多项司法条例的修订。

重点 4：畅通法治化渠道 加快处置债券风险

易会满表示，要畅通法治化渠道，形成纠纷化解合力，加快处置债券风险。

重点 5：着力解决债券发行交易的制度性缺陷

易会满指出，当前债券违约有所增加，发行人虚假陈述等违法违规行为给债券市场规范健康发展带来挑战。债券市场平稳运行事关金融稳定全局，证监会积极加强监管协

同，对违法行为统一执法，支持市场综合运用破产重整等方式，化解存量风险的同时，着力解决债券发行交易的制度性缺陷。

重点 6：依法有序推进“僵尸企业”处置

周强表示，对具有发展前景和挽救价值的企业，要积极适用破产重整、破产和解程序，依法促进企业起死回生。要依法有序推进“僵尸企业”处置，对没有清偿能力的“僵尸企业”，要稳妥有序引导退出市场。

重点 7：畅通债券投资者司法救济渠道 降低投资者诉讼维权成本

周强表示，要畅通债券投资者司法救济渠道，降低投资者诉讼维权成本，依法提高债券市场违法违规成本，有效保护投资者合法权益。

重点 8：债券违约处置要注重公平原则

刘国强在审理债券纠纷案件座谈会上表示，债券违约处置要注重公平原则。一是债权人之间的关系。要处理好集体决策机制和单个持有人之间的关系，依法保障债权持有人的平等受偿权。二是债权人和债务人之间的关系。引导债权人和债务人平等理性处理合同关系。三是股东与债权人之间的关系。实践中一些企业通过明显不合理价格转让资产、违法担保等方式过度投债，导致债券持有人利益严重受损，市场影响非常恶劣。

重点 9：加快完善债券违约处置机制 推动市场出清

刘国强表示，要构建多层次的违约纠纷化解机制，继续丰富市场化处置方式，健全组织配套制度，完善企业债券交易机制。他强调，当前我国社会融资规模与经济需要基本匹配，现阶段要优化融资结构，增加直接融资比重，需要加快完善债券违约处置机制，推动市场出清，维护市场秩序，发挥债券市场在提高直接融资比重的作用。

刘国强指出，要坚持问题导向，进一步提升债券违约处置机制的市场化、法治化水平。他透露，人民银行、发展改革委、证监会联合起草的《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》将会很快印发。

（摘自中国证券报，孙璐璐，2019年12月24日）

[返回目录](#)

市场动向

四川提前批专项债额度 624 亿 1 月 2 日全国首批发行

据四川财政厅“四川财政”微信公号披露，财政部提前下达四川省部分 2020 年专项债券新增额度 624 亿元。

此前，财政部下达的全国总额度为 1 万亿，四川省的额度约占全国总额度的 6.24%，占比相对较高。

四川省财政厅已启动 2020 年专项债券新增额度发行前期准备工作，11 月 25 日至 28 日、12 月 12 日至 13 日，组织专家对专项债券项目“一案两书”（项目实施方案、财务评价报告、法律意见书）进行审核，2020 年 1 月 2 日起将全国首批发行，四川省 2020 年新增专项债券发行进度将位于全国发行前列（考虑到 1 月 1 日为元旦假期，1 月 2 日为新年首个工作日）。

据了解，四川此次提前下达的专项债券额度重点用于支持 7 个领域符合条件的重大项目：铁路、收费公路、机场（不含通用机场）、水运、城市轨道交通、城市停车场等交通基础设施项目；天然气管网和储气设施、城乡电网等能源项目；农林水利项目；城镇污水垃圾处理等生态环保项目；教育（学前教育和职业教育）、卫生健康、养老、文化旅游和其他社会事业项目；城乡冷链等物流基础设施项目；市政和产业园区基础设施项目。

相比上年而言，2020 年提前批专项债发行时间有所提前：今年最早于 1 月中旬发行，而 2020 年提前到 1 月上旬。这将使得流动性偏紧，叠加 2020 年春节（1 月 25 日）取现因素，银行体系资金更趋紧张，市场预计央行将降准配合。

（摘自 21 世纪经济报道，2019 年 12 月 20 日）

[返回目录](#)

联合观点

提升公司债市场化水平，强化“结构化发行”风险管控

2019年12月13日，上海证券交易所和深圳证券交易所同期发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》（以下简称“通知”），对公司债券发行进行规范，指出发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，关联方认购债券应当在发行结果公告中就相关认购情况进行披露，承销机构及其关联方参与认购应当报价公允和程序合规，以及主承销商在发行结束后应当对发行人及其关联方认购债券的情况进行充分核查并发表核查意见。该《通知》的发布，既是对公司债不规范发行行为的一种纠正，也是对前期市场风险暴露的应对措施之一。

促进公司债市场化发行，提高定价透明度和有效性

近年来，我国公司债市场化改革取得显著成效，包括发行主体扩容，发行方式多样，发行流程简化，发行定价市场化等。随着改革的推进，公司债市场也取得了较大的发展，2015—2018年，我国公司债发行规模分别为1.03万亿、2.79万亿、1.10万亿和1.66万亿，截至2019年11月底，今年共发行公司债2.29万亿，占企业所发主要券种（包括短融、超短、中票、企业债、公司债）总规模的比重为29.27%，公司债市场已成为我国实体经济融资的重要场所。与此同时，公司债市场也存在一些亟待解决的问题。为了保证公司债的顺利发行或获得一个更好的发行价格，部分发行人通过自身或关联方等认购债券，暗箱操作，进行利益输送，不采用询价、协议定价等市场化定价方式，从而使得发行过程不透明，发行定价不公允，扰乱了公司债正常的发行秩序。为此，《通知》明确指出，发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，不得操纵发行定价、暗箱操作，不得以代持、信托等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益，不得直接或通过其他利益相关方向参与认购的投资者提供财务资助。此外，《通知》也对发行人的关联方认购债券提出了信息披露要求，对承销机构及其关联方参与认购债券提出了明确要求。这些规定严格禁止发行方通过各种方式操纵债券发行，将使市场博弈更加透明、更加充分，债券的发行定价也将更为公允。总体看，这些规定顺应了深化债市市场化改革的大方向，也受到市场各方的普遍欢迎。

“结构化发行”受限，低等级发行人融资压力或上升

随着我国债券市场打破刚性兑付，违约逐步常态化，投资机构风险偏好下降，部分债券评级较低、社会认可度较差、销售难度较大的发行人为了保证债券成功发行或获得一个更好的发行价格，转而寻求“结构化发行”。所谓“结构化发行”，即发行人通过第三方机构成立资管计划、信托计划、私募基金等方式定向认购自己发行的债券，以确保债券的成功发行和控制发行成本。“结构化发行”可能会干扰资金供给方的判断，使市场参与方受到误导，低估该交易内含风险，造成一级市场发行与二级市场交易之间存在巨大利差，债券定价扭曲的问题。《通知》明确发行人关联方参与相关债券认购应作为重大事项披露，以便于市场参与方做出正确判断，总体上是堵住了“结构化发行”的漏洞，使“结构化发行”的违规成本加大。该项规定叠加资管新规后非标融资大幅压缩，部分低资质发行人将面临更大的再融资问题，信用风险或将加大。

有助于加强风险管控，防止发行人信用风险通过回购交易等方式向债券市场蔓延

2019年5月，包商银行由于出现严重信用风险，被监管部门接管，打破同业刚兑信仰，一度引发债券市场的流动性危机，中小银行和非银机构及产品受到冲击，而持有“结构化发行”债券的机构投资者所受冲击最大，出现较多债券回购违约。在监管部门的及时介入和干预下，该场流动性危机很快缓解，债券市场逐步回归正常，但“结构化发行”的弊端和隐患也在这场流动性危机中得以暴露。《通知》的出台，也是对前期市场风险暴露从制度上予以规范，消除潜在的风险隐患。由于“结构化发行”的发行人资质通常相对较差，在自身出现违约风险时，可能向债券市场传导。“结构化发行”的债券可能通过债券质押回购等方式在二级市场上流转，资金方往往关注重点在回购方的信用资质上，而忽视了债券本身的信用风险，在多次流转后更难准确判断交易蕴含的风险。一旦发行人的信用出现问题，“结构化发行”的债券的回购链条可能被打断，原本可以通过债券回购融资的机构投资者，无法再通过“结构化发行”的债券进行回购融资，从而引发流动性危机。因此，该《通知》的发布，从根源上严格禁止“结构化发行”债券，也是为了防止发行人信用风险向债券市场传导，进一步强化对债券市场的风险管控。

《通知》的发布，对我国提升公司债市场化水平，强化债市风险管控具有较大的积极意义。加强风险管控，提高发展质量也是时代发展的要求。

（摘自资治网，联合资信、联合评级债券市场研究部供稿，2019年12月19日）

[返回目录](#)

银行业 2019 年第三季度观察报

2019 年第三季度，我国银行业整体保持平稳发展态势，资产、负债、利润均保持增长，资产负债结构逐步优化，贷款拨备充足，资本整体保持较充足水平。随着多项支持小微企业、民营企业和创新性企业政策出台的背景下，商业银行普惠领域和小微企业贷款有望保持平稳增长。展望未来，我国将继续实施积极的财政政策，推进供给侧结构性改革，促进经济结构转型升级。央行稳健中性货币政策的继续实行，将保障银行体系流动性的充裕，为货币信贷的增长创造良好条件。

联合资信认为，在未来一段时间内我国银行业信用水平将保持稳定。但需注意的是，银行业金融机构对小微企业信贷投放力度持续加大，风险识别和防控机制面临更高要求；在监管要求不良贷款真实反映、宏观经济下行的背景下，银行业不良贷款规模及占比较上季度有所上升，未来信贷资产质量及拨备水平或将持续承压；银行业金融机构对收益率较高的非标投资进一步压缩，同时人民银行推进贷款市场报价利率（LPR），降低银行贷款利率，净息差改善空间较小，资产负债管理能力尚需提高；同时，不良贷款规模的增长形成较大的贷款减值准备压力，未来盈利水平或将持续承压；逐步开放银行在证券交易所进行债券交易，商业银行面临的信用风险及市场风险管理压力有待观察；流动性覆盖水平略有下降，考虑到包商银行、锦州银行事件的冲击，不同类型银行流动性分层日趋明显，中小银行流动性管理或将面临较大挑战。

查看全文请点击 <https://bank.hexun.com/2019-12-19/199738055.html>

（摘自和讯网，联合资信金融部供稿，2019 年 12 月 19 日）

[返回目录](#)

加大水利基础设施投资建设，对冲经济下行压力

2019 年 11 月 18 日，国务院总理李克强主持召开南水北调后续工程工作会议，研究部署后续工程和水利建设等工作。会议上李克强总理对水利工程建设需求、资金配套等做出批示。

水利基础设施建设在拉动投资、促进经济发展等方面具有重要意义。李克强总理指出“必须坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，遵循规律，以历史视野、

全局眼光谋划和推进南水北调后续工程等具有战略意义的补短板重大工程。这功在当代、利在千秋，也有利于应对当前经济下行压力、拉动有效投资，稳定经济增长和增加就业”。

我国水资源分布不均，部分区域水资源的匮乏影响了经济和社会发展，随着人口增长、城镇化进程的推进，我国对于水资源的需求进一步提升，但与之相伴的供需矛盾也进一步加剧，水资源的供应不足成为制约经济发展的战略性短板。近年来，南水北调等水利工程的建设有效缓解了水资源分配问题，同时在促进经济增长和社会稳定等方面贡献突出。在当前经济环境下，水利基建项目可作为逆周期调节工具，在补短板的同时应对经济下行压力，达到多赢的目标。

近年来，中央水利建设投资计划和分解落实项目量呈增长趋势，根据水利部规划司发布的《水利规划计划简报》，2016—2018年中央水利建设投资计划分别为1413.4亿元、2554.1亿元和2538.7亿元，已分解落实水利建设项目分别为11489个、12617个和13230个。为应对不断增长的经济下行压力，2019年以来关于加大水利基础设施建设的政策规划陆续提出，《政府工作报告》提出，合理扩大有效投资，再开工一批重大水利工程。水利部《2019年水利工程建设工作要点》提出，确保2019年再开工一批重大水利工程，加快病险水库除险加固、中小河流治理等项目开工。根据《水利规划计划简报（中央水利建设投资月报2019-11）》，截至2019年11月底，当年已累计安排中央水利建设投资计划2388.7亿元，已分解落实水利建设项目13686个。

在水利基础设施配套资金方面，李克强总理指出“推进南水北调后续工程等重大水利项目建设，要创新筹资、建设、运营、管理等机制。更多运用改革的办法解决建设资金问题，注重发挥财政资金引导带动作用，地方政府专项债资金要向这方面倾斜，用好开发性政策性金融等工具，引导金融机构加大中长期贷款支持”。

为落实基建逆周期调节目标，关于项目资金配套的政策相继出台，2019年以来政府在专项债的资金规模及用途等方面出台新规，2019年1—10月，全国发行专项债券2.53万亿元，其中新增专项债券2.13万亿元；2019年11月27日财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元。在提升发行规模的同时，专项债资金用途进一步放宽，《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》中允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》中提出港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%；机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。其中，公路（含政府

收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。专项债发行规模提升及资金用途的放宽部分疏解了政府的资金压力，项目资本金比例的降低缓解了政府在单个项目的投资支出，资金可投向更多补短板项目，拉动有效投资。

总体来看，在当前经济下行环境中，政府对基建投资逆周期调节的需求大。水利基础设施建设可作为政策性工具，在补基础设施建设短板、促进有效投资、拉动经济增长、维持民生稳定、保障就业等多个方面发挥积极作用。此外，专项债的发行及用途放宽等有望进一步拉动水利基建投资力度，在发挥财政资金引导带动作用、引导金融机构加大中长期贷款支持等多方面发挥积极作用。

（摘自资治网，联合资信公用事业一部供稿，2019年12月19日）

[返回目录](#)

地方政府与城投企业债务风险研究报告——安徽篇

安徽省位于我国中部地区，毗邻江浙沪，靠近长三角经济带，拥有承接华东地区产业转移的天然优势。安徽省经济总量位于全国中上游，人均生产总值位于全国中下游。安徽省内经济发展不均衡，以省会合肥市为中心的周边城市经济实力强，省内地位突出。安徽省债务负担处于全国中等偏下水平，债务风险总体可控。从省内来看，各地级市财政实力及债务负担呈现分化，经济较发达区域中，合肥市债务负担低于其他各市，阜阳市经济、财力快速发展的同时积累了大规模的政府债务；经济落后地级市则面临经济增速放缓且债务负担重的局面。

企业层面，安徽省城投企业行政层级上以市级和区县级为主，安徽省“发债城投企业债务+地方政府债务”负担整体较重。2018年，受融资环境及政策变化影响，城投企业筹资活动净规模有所下降，未来五年城投企业到期债务规模仍较大，需要依靠再融资对债务进行清偿。未来需要持续关注债务规模较大地区城投企业的再融资规模、成本变化对其信用水平带来的影响。

查看全文请点击 <https://bond.hexun.com/2019-12-19/199738075.html>

（摘自和讯网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019年12月19日）

[返回目录](#)

地方政府与城投企业债务风险研究报告——贵州篇

贵州省地处中国中部和西部地区的结合地带，经济总量位于全国中下游水平。近年来，贵州省经济保持高速增长，产业结构以二、三产为主，固定资产投资保持较快增速；贵州省财政实力持续增强，但财政自给率低，对上级补助收入依赖大，债务规模及债务率在全国排名靠前，整体债务负担重。

贵州省下辖六市三州，经济发展较为不均衡，分化较为明显。从区域发展看，以贵阳市和遵义市为代表的“双中心”经济圈经济实力较强，其余地区经济发展水平相对落后，与贵阳和遵义的差距悬殊。与经济实力相匹配，贵州省各市州财政实力亦分化明显，其中贵阳市和遵义市财政实力较强；全省各市州的债务负担普遍较重，其中贵阳市政府债务负担远高于其他市州。

贵州省发债城投企业数量较多，区域集中度较高，主要分布在经济实力相对较强的贵阳市、遵义市和六盘水市；受区域经济及财政实力影响，多数经济相对落后的市州城投企业的主体级别较低。近三年贵州省城投企业有息债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主；2018年有息债务增速明显放缓，以黔东南州为代表的部分市州出现了债务收缩，全省融资环境趋紧；省本级、黔西南州和遵义市债务负担明显高于其他市州；2020—2022年各市州将陆续进入债券偿债高峰期。从企业层面看，近年来贵州省各市州城投企业短期债务偿还能力整体较弱；长期债务偿还能力尚可，省本级、贵阳市和遵义市长期偿债压力明显高于其他市州；筹资活动净现金流持续下降，再融资难度明显上升。从外部支持看，贵州省整体城投企业债务总额高于政府债务余额，地方政府对辖内发债城投企业有息债务的保障能力低。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2000670.html?templateId=1133604>

（摘自资治网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019年12月20日）

[返回目录](#)

机场行业研究报告

2019年以来，我国经济增速下行，叠加民航局控运行总量和调整航班结构等因素综合影响，机场行业2019年前三季度运营指标增速有所放缓。我国机场行业面临良好的政策发展环境，2019年9月《交通强国建设纲要》的发布，将加快推进机场行业固定资

产投资。受益于机场收费标准提高以及运营指标增长，机场企业营业收入逐年增长，盈利能力保持稳定，但个别企业因新建项目投产、资产减值损失和期间费用侵蚀利润而出现亏损。机场企业经营获现能力强，债券存续企业整体偿债能力较强，但短期偿债能力出现分化。2019年以来，机场企业平均发债利率与利差呈下降趋势，其中AAA级企业低于整体债券市场发债利率与利差均值，高级别机场企业所发债券市场认可度较高。未来，我国机场行业有望维持平稳发展，联合资信和联合评级认为，机场行业信用展望为“稳定”。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2000657.html>

（摘自资治网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019年12月20日）

[返回目录](#)

2019年前三季度地方政府债券发行情况及展望

2019年前三季度，地方政府债券共计发行1056支，发行规模合计41822亿元，其中新增债券30367亿元（包括新增一般债券9070亿元、新增专项债券21297亿元），置换债券和再融资债券11455亿元。2019年前三季度地方政府债券发行主要呈现以下特点：新增债券占比稳步提升；专项债券扩容明显，项目收益类专项债券品种进一步丰富；发行期限拉长；发行节奏明显提速；整体利差收窄，各区域发行利差分化并不明显。

展望2020年，一是地方政府债券发行将保持较快节奏。财政部已于2019年11月27日提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，计划资金于2020年初逐步投入使用，以尽快形成有效资产。预计2020年地方政府债券发行节奏将与2019年类似，发行时间趋于分散化，可持续发挥政府债券资金在稳投资、扩内需、补短板方面的重要作用。二是项目收益类专项债券额度较多向基建类项目倾斜，资金用途的放宽将有效拉动投资需求，土储及棚改债券仍将保持较大规模。土储及棚改专项债券作为主流发债品种，在2020年仍可保持较大规模。一方面，2020年仍处于3年棚改攻坚计划期间，存量棚改项目续发及新增棚改项目将保持较大的资金需求；另一方面，土地储备项目仍是地方政府各类项目收益品种中利润空间相对较大、回报周期相对较快的品种，地方政府的政策调控可在一定程度上保障收益实现。三是专项债券发行助力隐性债务管控及化解。地方政府债券发行是政府债务治理中“开前门、堵后门”的重要一环。对于可承接专项债券项目的城投平台，其在未来经营持续性、项目资金到位度、融资渠道及融资成本上

的优势将有所加强，以往的隐性债务增长将被低成本的显性债务所取代。同时，大部分地区的隐性债务化解仍主要依赖于土地出让金抽成，土储专项债券发行有利于地方政府加快土储项目建设进度、保障土地顺利上市。

查看全文请点击 <https://bond.hexun.com/2019-12-23/199767578.html>

（摘自和讯网，联合资信公用事业一部供稿，2019年12月23日）

[返回目录](#)

地方政府与城投企业债务风险研究报告——陕西篇

陕西省地处中国内陆腹地，经济总量位于全国中游水平，人均 GDP 处于全国中上游水平；2016—2018 年，陕西省经济保持较快增长，产业结构更趋优化，固定资产投资保持较快增速，经济发展情况良好。陕西省一般公共预算收入全国排名处于中下游，财政自给率相对较低；陕西省债务率排名较靠前，全省债务负担较重。

地级市层面，陕西省内各地级市经济财政实力较不均衡，呈两极分化态势，西安市和榆林市经济财政实力较强，其余地级市经济财政实力与之差距悬殊。债务方面，西安市、延安市和商洛市债务负担较重，商洛市和安康市债务保障程度处于较低水平。

企业层面，陕西省发债城投企业数量较少，数量分布与陕西省经济格局相一致，发债城投企业主要分布于省会西安市，高级别城投企业主要分布在省本级、西安市和榆林市，其他各地级市发债城投企业数量少、资质弱。陕西省内城投企业再融资压力持续提升，但各地级市城投企业再融资情况有所分化。西安市、咸阳市和延安市“发债城投企业债务+地方政府债务”负担重，对区域内发债城投企业有息债务偿付的保障能力偏弱。未来三年，陕西省省级及西安市城投企业面临较大集中偿付压力，且部分地级市再融资压力依然较大，需持续关注面临集中偿付压力和地方政府债务负担重的地级市城投企业再融资情况和融资成本变化情况。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2006594.html>

（摘自资治网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019年12月23日）

[返回目录](#)

浅谈外资金融机构市场准入放宽对于境内银行和保险业的影响

2019年10月15日，国务院总理李克强签署国务院令，公布《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》，此次修改“外资银行管理条例”和“外资保险公司管理条例”，放宽了外资金融机构设立限制以及在银行、证券、保险行业的外资持股比例的限制，扩大外资金融机构在华业务范围等一系列决策部署；2019年11月7日，国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》，全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，减少外国投资者投资设立银行业、保险业机构和开展相关业务的数量准入条件，取消外国银行来华设立外资法人银行、分行的总资产要求，取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务的经营年限、总资产要求；扩大投资入股外资银行和外资保险机构的股东范围，取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求，允许外国保险集团公司投资设立保险类机构；2019年12月，为进一步落实保险业最新开放举措要求，银保监会修订发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》，放宽外资保险公司准入条件，不再对“经营年限30年”“代表机构”等相关事项作出规定，并要求外资保险公司至少有1家经营正常的保险公司作为主要股东，进一步明确主要股东的责任和义务。

这一系列举措从法制政策上对外资金融机构进驻银行业、保险业提供了保障，随着国外优秀金融机构在我国经营的深入，有利于我国提升对国外资金以及优秀资本的引入效率，使得国外优秀金融机构进一步参与我国金融业乃至实体经济的发展；同时，随着外资银行和外资保险企业在本国金融市场活跃度的提升，有利于我国银行以及保险企业在更加充分的市场竞争环境下吸取先进的经营理念，提升自身竞争力，进而使得我国金融企业的发展向国际化金融发展并轨。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2006573.html>

（摘自资治网，联合资信金融部供稿，2019年12月23日）

[返回目录](#)

水力发电行业浅析

水电集多种优势于一身，是性价比最高的能源，近百年来全球大力推广水电开发并取得了巨大进展。我国水电开发同样取得辉煌成果，在水电消费量、累计装机容量、新增装机容量方面，我国均处于全球第一，是全球水电第一大国。

水电企业盈利情况短期内主要受来水情况影响，其长期发展受下游需求、电价等因素的影响。来水波动风险：水力发电存在波动性，最主要的原因是流域来水的波动。2020年，虽然来水波动情况受自然天气等不可预测因素影响较大，但大型水电集团可通过多个水电站梯级联调较大程度削弱来水波动影响，调节能力较强的水电站预计可以保持相对稳定的经营业绩。水电消纳能力不足风险：当前水电建设基本集中在西南地区，而负荷集中在东南沿海地区，形成了供电格局的错配，存在水电消纳能力不足导致弃水的风险。近年来，随着西电东送工程的不断完善，西南地区弃水情况得到明显好转，预计能够为2020年水电消纳提供一定保障。电价下行风险：若未来经济下行压力加大，国家或出台多项政策继续下调一般工商业电价。目前，我国经济发展进入新常态，预计2020年用电需求或有下降，市场化交易电价折价幅度预计提升，将一定程度影响水电企业盈利能力。项目建设进度不及预期：水电属于重资产行业，水电站的前期投资规模巨大，建设安全、国家政策调整等因素可能导致水电项目建设不及预期，影响企业盈利。由于水电项目投资规模较大，项目申报周期较长，目前已获批水电项整体实力较强，预计2020年受相关政策影响有限。海外业务风险：我国在海外投资项目较多，未来国际局势震荡、地缘政治变化等因素可能影响水电企业海外项目的平稳经营。目前，国际经济环境较为复杂，预计2020年对不同地区的水电项目或受到不同程度的积极或消极影响。

综上，随着水电技术的日趋完善带动水电调节能力提高、新增装机增速放缓以及西电东送工程的推进，未来水电行业供给过剩的现象或将有所缓解；从行业整体信用风险看，水电经营主体多为大型央企或国企，具备较强的资本实力，因此，联合评级对水电行业的展望为稳定。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2010853.html>

（摘自资治网，联合评级工商评级二部供稿，2019年12月24日）

[返回目录](#)

航空运输业研究报告

航空运输业属于重资产行业，准入壁垒高，行业集中度高，具有明显的周期性特点，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性；易受经济波动、安全及突发事件和油价汇率变化等外部因素影响，且受到高铁等其他交通运输方式分流影响。近年来我国航空运输业快速发展，但航空运输规模占我国交通运输市场的比重仍较小，航空运输业仍有较大的发展空间。未来随着我国经济发展、城镇人均可支配收入持续增长，出行需求不断扩大，航空运输业未来将维持增长。

近年来，我国航空运输业收入保持增长；2018 年受国际油价上涨及人民币汇率下跌双重影响，行业盈利规模及水平下降，经营活动现金流净额减少，债务负担较重。考虑航空运输业经营获现能力强，行业整体偿债能力仍较强，但部分企业因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致偿债指标明显弱化。

近年来航空运输企业发债主体整体信用资质较好，行业保持较好的利差优势，但信用逐步分化，部分航企发债成本高企。

未来，随着我国经济的持续发展以及人民币汇率、国际油价向好预期加之一系列行业利好政策的持续实施，行业收入及盈利有望改善，偿债能力有望保持稳定，联合资信对航空运输业整体信用风险展望为“稳定”；但安全、突发事件和油价汇率短期波动带来的影响以及信用风险事件频发和实力较弱的行业发债主体的信用风险仍需关注。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2010902.html>

（摘自资治网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019 年 12 月 24 日）

[返回目录](#)

项目收益类债券研究报告

项目收益类债券包括项目收益债券、项目收益票据和项目收益专项公司债券，截至 2019 年 11 月底，市场上共发行 183 支项目收益类债券，发行总金额为 1319.42 亿元，平均每支债券发行规模 7.21 亿元。从发行支数来看，项目收益债券发行支数占比最大，占 67.76%、项目收益专项公司债券次之，占 20.22%，项目收益票据支数占比最少；从发行规模来看，项目收益债券发行规模占到项目收益类债券总发行规模的 73.84%，项目

收益专项公司债券发行规模占 18.77%。项目收益债券无论债券支数还是规模均处于领先地位，项目收益公司债券今年以来呈现爆发式增长，在市场上开始占据一定位置。

2017 年受地方政府专项债的推出影响，项目收益类债券发行规模有所下降。2019 年，交易所对项目收益专项公司债券发行要求放松，又对项目收益类债券市场的扩充提供了机会。

总体看，目前项目收益类债券发行数量和规模均较小。项目收益债券级别以 AA 为主，近年来债券级别有上升的趋势。7 年期（含）以上债券占比逐年上升，债券整体期限拉长，但含投资者回售选择权条款的债券占比不断上升，一方面反映了投资者将这一条款作为风险把控的方式，另一方面如果发生提前回售，可能会加大发行人的集中兑付压力；募投项目仍以棚户区改造和保障房建设为主，但片区（园区）开发及配套设施类项目占比持续上升；绝大部分使用了外部增信，且外部增信主体主要为母公司和同区域企业，易受到城投平台转型和区域经济状况影响；四川省发行数量和规模均最大，发行区域分布比较集中；发行成本上行，2018 年利差有所回落，2019 年以来利差呈现小幅扩大趋势。2018 年以来无项目收益票据发行。2019 年以来，项目收益专项公司债券的发行支数和规模大幅增长；债券级别以 AA 为主；发行整体期限长，以 7 年为主，但都有含权设计；募投项目以片区（园区）开发为主，募集资金中有一半用于补充营运资金或流动资金；区域分布集中于浙江省、贵州省和江苏省；受政策影响，发行成本较初期呈现不断下降的趋势，反映出投资者对项目收益专项公司债券的认可。

查看全文请点击 <https://bond.hexun.com/2019-12-24/199780427.html>

（摘自和讯网，联合资信、联合评级公用事业二部供稿，2019 年 12 月 24 日）

[返回目录](#)

对《银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）》的解读

为推动银行保险机构提升公司治理有效性，促进银行业和保险业长期稳健发展，近月，中国银保监会印发了《银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）》（以下简称“评估办法”）。

评估办法的出台，一方面说明近年来银行和保险机构部分时期存在业务激进、股权结构不明晰、内部人控制等现象，金融机构的公司治理机制不健全或运作失效可能带来巨大的负面外部性影响，甚至可能引发严重的系统性金融风险，监管部门加大了银行保

险机构的公司治理监管力度。另一方面，也说明我国的金融监管由过去针对银行保险机构的资本充足性、流动性、杠杆率等数据指标的监管导向，开始逐渐深入到针对公司内部治理水平的监管导向，这是我国金融监管不断深化和转向高质量发展的一个重要转折点。

评估办法内容涵盖面广，对银行保险机构的评估渗透较深，监管更加明晰。评估办法明确指出公司治理监管评估内容共涉及到八个方面，具体包括党的领导、股东治理、董事会治理、监事会和高管层治理、风险内控、关联交易治理、市场约束、其他利益相关者治理等。每个方面均涉及一系列合规性指标和有效性指标，其中商业银行公司治理评价指标共计 162 项，保险机构公司治理评价指标共计 163 项。这意味着，针对银行保险机构在公司治理方面所存在的相关问题和风险状况，有了合法而明确的判断方法和评价标准，监管机构可以通过该综合评价体系来对银行保险机构的公司治理水平进行全面、客观、公正地量化评价，并且根据公司治理监管评估结果的高低来对不同机构采取差异化的分类监管措施，合理有效地分配监管资源。同时，针对公司治理方面存在突出问题和潜在风险的企业，监管机构能够做到及时发现，及时纠正，从源头上解决问题，避免因单一机构自身的公司治理问题不断恶化和放大而引发系统性风险。而为了避免银行保险机构出现“屡教不改”的问题，评估办法进一步明确指出，机构所存在的某方面问题如果连续若干年得不到整改，扣分力度将逐年翻倍上升，这也将倒逼银行保险机构加大力度及时调整和解决自身经营发展过程中所形成的顽固问题。

评估办法指出了监管评估所包含的三个步骤：合规性评价、有效性评价和重大事项调降评级，同时明确了相关指标评价标准，能够较好的指导银行保险机构健康发展。合规性评价主要考查银行保险机构公司治理是否符合法律法规及监管规定；有效性评价重点考查银行保险机构公司治理机制的实际效果，主要关注存在的突出问题和风险；重大事项调降评级是指当机构存在公司治理重大缺陷甚至失灵情况时，监管部门将对前两项综合评分及其对应评估等级进行调降。

从合规性方面来讲，无论是从人员、制度、流程的设置与安排，还是从满足相关监管指标等各个方面而言，合法合规都是所有银行保险机构所需达到的最基本要求和必备条件。而为了实现更高质量、更加安全和更长远地发展，银行保险机构更应该在合法合规的基础上，在公司内部对自身设定比法律法规更高的要求 and 指标。从有效性方面来讲，银行保险机构不仅仅应该在形式上做到合法合规，更应该注重公司内部治理和风险控制

的实际作用，避免出现大股东操纵、内部人控制等各类因公司治理机制缺陷或失效而产生的严重问题，继而带来巨大的负面外部性影响。最后，由于重大负面事项往往会对其他相关主体及金融市场产生较为恶劣的影响，并且波及面广，容易引发系统性风险，因此在评估办法中明确提出若机构出现重大事项将被直接调降综合评分和评估等级。特别是在评估办法的第八条中明确列举出了特别重大的公司治理缺陷问题，比如公司隐瞒重大风险、股东虚假出资、股东隐藏实际控制人、出现兑付危机或偿付能力严重不足等；一旦出现此类问题，银行保险机构的公司治理监管评估结果将被直接调到最低档次 E 级，即 60 分以下。

评估结果和运用部分明确了公司治理监管评估结果作为监管部门合理配置监管资源、采取监管措施和行动的重要依据，并在市场准入、现场检查立项、监管评级、监管通报等环节加以运用。评估办法既详细说明了公司治理水平的不同等级所代表的不同意义，又进一步提出了针对不同评价等级的机构具体采取何种监管措施。比如，一旦某机构被调整为最低档次的 E 级，监管部门除了可以依法采取对该机构限制市场准入、责令其调整相关责任人、暂停其部分业务、新增业务、新设分支机构、限制分配红利和其他收入等监管措施外，还可直接对该机构及相关责任人进行处罚。

整体而言，我们可以明显感受到，评估办法的针对性极强，将近年来我国银行保险业市场乱象背后的公司治理突出问题和主要风险点基本囊括在内，并且监管部门还将在随后的公司治理监管评价实践过程中对评估体系进行不断修正和完善。正如银保监会新闻发言人在就评价办法答记者问中所讲到的：“规范、有效的公司治理是金融机构长期稳健发展的重要基石。近年来，银行业和保险业暴露出的诸多风险，归根溯源，都是因为公司治理机制的不健全或运作失效。”联合资信认为，随着评估办法的出台，我国金融监管将会不断深入，更加注重机构的发展质量；而银行保险机构由过去的高速发展阶段向高质量发展阶段的转变步伐也会不断加快，这对我国打好防范化解重大金融风险攻坚战也将具有重要意义。

（摘自资治网，联合资信金融部供稿，2019 年 12 月 24 日）

[返回目录](#)