

# 债市聚焦

第 48 期

总第 343 期

2019

## 政策指南

[优质企业债新政一周年，地方国企数量占比达 75%](#)

[沪深交易所发布关于规范公司债券发行有关事项的通知](#)

[上海清算所联合外汇交易中心推出外币回购业务](#)

[财政部许宏才：六方面完善地方债市场建设](#)

[证监会刘榕：交易所债券市场服务实体经济能力提升](#)

## 市场动向

[澳门首单公募公司债券发行上市](#)

## 联合观点

[联合资信总裁万华伟先生受聘担任保资管协会资产证券化专业委员会委员](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——云南篇](#)

[建筑施工行业研究报告](#)

[证券公司行业国内外信用评级方法综述](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇](#)

[美国市政债现状以及对我国地方政府债券的启示](#)



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

### 优质企业债新政一周年，地方国企数量占比达 75%

国家发改委 2018 年 12 月 12 日印发的《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》称，支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券。市场将之称为“优质企业债新政”，至今已一周年。优质企业债新政是从事前审批向事中事后监管的一个重要转变，其通过明确债券资金使用领域（即正面清单）以及严禁资金投向（即负面清单），在给予资金使用灵活度的同时，有效引导资金流向，确保债券资金投向实体经济。

据统计，一年来国家发改委共核准 54 个主体发债额度 5704 亿。从发债主体看，主要为地方大型国企（城投为主）及央企。具体来看，获得额度最高的为广州地铁集团有限公司（300 亿），最低的为海南省发展控股有限公司（20 亿）。相比普通企业债不到 10 亿的额度，优质企业债一次批准的额度较高。从发债主体数量看，地方国企 41 个，占发债主体总数达四分之三；央企 11 个，占比达 20%。此外，另有一家民营企业（浙江吉利控股集团有限公司）、一家上市公众公司（特变电工股份有限公司）。在 41 个地方国企中，约六成是地方融资平台，但平台级别较高：基本上都是省会及省级城投、交投公司，比如上海城投、福州城建、湖北交投、浙江交投等。

业内分析师称，受金融去杠杆影响，近年违约案例频频出现，民企债券融资渠道受阻。发改委对优质发行主体的认定和发债程序的放松，可以理解为对民企融资政策指导下的积极反馈，但是发改委覆盖支持的对象范围仍较为有限。由于优质企业筛选的各项指标标准均较高，符合条件的民企数量较少。优质企业债新政惠及的主要是本身就融资顺畅的大型央企、国企和少量龙头民企，因此难以改善低风险偏好的市场状况。但审批流程的简化将有利于提振企业债融资，对于托底经济有一定效果。在优质企业债的带动下，企业债发行回暖。Wind 数据显示，新政一年来企业债共计发行 3595.69 亿，相比上年同期增长 63%。

新政下，符合条件的企业申报发行优质企业债券，实行“一次核准额度、分期自主发行”的发行管理方式，有效期不超过 2 年。在今年的发行中，诸多优质企业债主体都发行了不止一期债券。比如陕西投资集团一共发行了三期企业债共计 40 亿，占其获批

额度的一半。总体来看，目前优质企业债主体发债规模仅占获批额度的 17%。换言之，还有将近 5000 亿的额度将在明后两年发行，这将对企业债的发行构成支撑。

（摘自 21 世纪经济报道，2019 年 12 月 11 日）

[返回目录](#)

## 沪深交易所发布关于规范公司债券发行有关事项的通知

为进一步规范公司债券发行业务，维护债券市场秩序，保护投资者合法权益，促进债券市场健康稳定发展，根据《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》《证券发行与承销管理办法》《上海证券交易所公司债券簿记建档发行业务指引》《深圳证券交易所公司债券簿记建档发行业务指引》等相关规定，上海证券交易所和深圳证券交易所于 2019 年 12 月 13 日同期发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》，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。具体通知如下：

一、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。债券发行的利率或者价格应当以询价、协议定价等方式确定，发行人不得操纵发行定价、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，不得有其他违反公平竞争、破坏市场秩序等行为。

二、发行人的董事、监事、高级管理人员、持股比例超过 5% 的股东及其他关联方参与相关债券认购，属于应披露的重大事项，发行人应当在发行结果公告中就相关认购情况进行披露。

三、主承销商在发行结束后应当对本通知第一条及第二条中涉及事项进行充分核查，并在承销总结报告中发表核查意见。

四、承销机构及其关联方参与认购其所承销债券的，应当报价公允、程序合规，并在发行业务与投资交易业务之间设立防火墙，实现业务流程和人员设置的有效分离。

五、各市场参与者及相关人员违反本通知的，本所可依据相关业务规则，视情节轻重采取监管措施或者纪律处分。

六、本通知自发布之日起实施。

（摘自上海证券报，常佩琦，2019 年 12 月 13 日）

[返回目录](#)

## 上海清算所联合外汇交易中心推出外币回购业务

2019年12月16日，银行间市场清算所股份有限公司（简称“上海清算所”）与中国外汇交易中心（简称“交易中心”）正式推出外币回购业务。银行间外币货币市场参与者可使用上海清算所托管债券作为抵押品，通过交易中心外汇交易平台达成外币回购交易，上海清算所将为外币回购市场参与者提供清算结算和抵押品管理相关服务。

作为我国银行间市场第一个跨币种抵押融资产品，外币回购资金融入方可以自身持有的上海清算所托管债券为担保品，向资金融出方借入美元、欧元、港币、英镑、日元、澳元、加拿大元、新加坡元、新西兰元九个币种的外币资金，并通过上海清算所完成后续清算、结算操作。这一产品有利于提高我国外币货币市场，尤其是中长期外币融资市场的规模和流动性，为市场参与者节约授信资源、提高交易灵活性、拓展境内外交易对手提供便利。同时，外币回购业务作为外币信用拆借业务的有效补充，有利于加强境内美元无风险利率及中长期利率的价格发现，搭建境内美元利率曲线，适应国际市场基准利率改革方向。此外，外币回购业务首次实现了我国银行间本外币市场之间的跨市场联动，进一步丰富了我国银行间外币货币市场产品序列，开启了我国外币货币市场发展新篇章。

上线首日，外币回购业务运行顺畅，系统运行稳定。截至北京时间17时，上海清算所接收提交清算结算的外币回购交易13笔，金额共折合7.13亿美元。中国工商银行、中国银行、中国建设银行、浦发银行、招商银行、广发银行、浙商银行、江苏银行、江南农商行9家机构参与首日业务。

下一阶段，上海清算所将在中国人民银行、国家外汇管理局的领导和支持下，与交易中心共同优化外币回购业务，在业务流程、结算方式等方面不断探索，继续推动我国外币货币市场的有序发展与创新。

（摘自上海清算所网站，2019年12月16日）

[返回目录](#)

## 财政部许宏才：六方面完善地方债市场建设

2019年12月17日，财政部副部长许宏才在由中国国债协会举办的“地方债市场建设与发展研讨会”上表示，近年来，防控地方政府风险取得明显成效，有效地化解了存

量地方政府风险。今年 10 月末，地方政府债券余额 21.16 万亿，占地方政府债务余额的 99%，已经成为地方政府债务的主体；从成本看，今年 10 月末，地方政府债平均利率 3.5%，比存量政府债务利率大幅度降低，累计节约利息 1.7 万亿。下一步，为进一步完善地方债市场建设，扎实做好防范和化解地方政府债务风险，将主要从以下六方面着手：

一是开发合法合规举债前门，合理确定分地区地方政府债务项目，支持有一定收益的公益性项目建设，项目的增加要符合宏观调控需要和地方实际项目需要合理确定。

二是完善专项债券管理，做好专项债券发行使用及配套融资工作，支持地方发挥专项债券资金效率，引导地方精准聚集党中央、国务院明确的使用方向和重点领域，督促地方尽早形成实务工作量，形成对经济的有效拉动。同时，也要进一步健全专项债券偿还和风险控制机制，强调专项债券项目收益和融资必须平衡，确保法定债券不出任何风险。

三是坚决堵住违法违规举债的后门，完善监管政策，严禁地方政府以各种名义违法违规举债和担保，严禁金融机构向地方政府及其部门、国有企业违法违规提供融资，坚决遏制隐性债务增量，采取综合性措施，支持地方稳妥化解隐性债务存量。

四是强化监督问责，从严整治举债乱象，对地方政府、金融机构违法违规融资行为发现一起查处一起，终身问责，倒查责任。

五是持续推进信息公开，督促地方稳步推进地方政府债务阳光化，更好地发挥社会公众的监督作用。

六是推进地方政府债券市场建设，进一步促进地方政府债券投资主体多元化，坚决制止地方政府以国库存款等手段干预债券发行定价，规范地方政府债券信用评级，切实提高地方政府债券市场化的水平，确保地方政府债券始终沿着法制化、市场化的轨道前行。

“以国库存款等手段干预债券发行定价是绝对不允许的，无论是地方政府、财政部门还是金融机构都不能这么干。”许宏才称。

（摘自证券时报，孙璐璐，2019 年 12 月 17 日）

[返回目录](#)

## 证监会刘榕：交易所债券市场服务实体经济能力提升

2019年12月17日，中国证监会公司债券监管部副主任刘榕在“2019（第十一届）卓越竞争力金融峰会”上作了题为《服务实体经济 建设高质量的交易所债券市场》的主题演讲。刘榕表示，交易所债券市场的基础制度逐步健全，监管体系得到初步构建；市场功能稳步发挥，服务实体经济能力逐步加强。后续将积极推进交易所债券市场向高质量发展转变的总体方案的实施，进一步完善制度规则和基础设施，优化功能结构、提高监管效能，防范市场风险，推进对外开放，夯实高质量发展基础。

数据显示，截至2019年11月底，中国债券市场托管面值96.7万亿元，居世界第二位。截至2019年11月底，交易所债券市场托管面值12.2万亿元，约占中国债券市场的1/8；仅就非金融企业债券来看，交易所市场托管面值8.5万亿元，约占中国债券市场的1/3。

### 健全基础制度构建监管体系

近年来，证监会积极推动交易所债券市场改革发展，按照市场化、法治化的方向，初步建立了交易所债券市场基础制度与监管体系。首先是建立了分类管理、效率提升的发行制度。以《证券法》为基础，2015年证监会制定发布了《公司债券发行与交易管理办法》。落实国务院简政放权的改革精神，提高准入环节效率，完善公募发行制度，全面建立私募发行制度。同时，交易所市场以机构投资者为主，实行严格的投资者适当性管理。与此同时，交易所债券市场根据投资者多元化的需要引入了多种交易方式以及实时逐笔、净额轧差等多种结算模式。此外，交易所债券市场建立了高效、便捷的债券回购交易方式，包括质押式回购、协议回购、三方回购等，为非银行类金融机构管理流动性提供了重要平台。交易所债券市场还建立了行政、自律相结合的监督管理体系。

刘榕表示，交易所债券市场坚持以信息披露为中心，强化事中事后监管，构建了证监会业务部门、各地证监局、证券交易所、证券业协会、登记结算机构协同参与，行政监管与自律监管有机结合，相互补充的债券监管架构，形成“五位一体”的监管体系。2015年以来，对发行人、承销机构、评级机构等开展多轮次现场检查，基本覆盖全部市场主体，提升市场参与主体合规意识。与此同时，证监会十分注重行政监管与民事、刑事追责的有序衔接，不断加强与司法机关协作，推动对债券欺诈发行案件进行刑事追责，对打击恶意欺诈、逃废债务等违法违规行为起到震慑作用。

### 发挥融资功能服务实体经济

债券市场是资本市场的重要组成部分，近年来，通过改革，交易所债券市场的活力增强，融资功能稳步发挥，服务实体经济能力明显提升，具体表现在五个方面。其一，有力地促进提升直接融资比重，降低融资成本。其二，大力支持民企债券融资，疏解民企困境。交易所市场强调审核标准和流程的公开透明，公平对待各类发债主体，积极支持民营企业债券融资。目前，中国债券市场的民营企业债券存量约 1.8 万亿元，其中交易所债券市场 1.2 万亿元，约占 66%。还推出了用于纾解民企困境的专项债券、民营企业债券融资支持工具等，有针对性地支持民营企业债券融资。其三，助力地方政府债券融资，优化市场结构。刘榕表示，近年来，经过各方积极努力，交易所债券市场已成为地方政府债券发行的重要平台。其四，稳步发展企业资产证券化，盘活存量资产。“当前金融支持实体经济的方式，已呈现扩张增量转向盘活存量的趋势，投资也由只关注主体信用逐渐转向重视资产信用。其五，债券市场对外开放持续推进。刘榕介绍，近年来，在人民银行的统筹协调下，中国债券市场对外开放持续推进，交易所债券市场开放也取得了一些进展。支持境外主体到我国债券市场发行债券，不断健全熊猫债券发行制度。目前交易所市场累计发行 1200 余亿元。支持境外机构通过合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)等渠道投资交易所债券市场。

### 推进向高质量发展转变

2018 年底，证监会下发了进一步推进交易所债券市场向高质量发展转变的总体方案，拟进一步完善制度规则和基础设施，优化功能结构、提高监管效能，防范市场风险，推进对外开放，夯实高质量发展基础。“立足于更好地服务实体经济，更好地促进金融稳定，坚持质量第一，不盲目追求规模的扩张。”刘榕强调，接下来将以建设高质量的债券市场为目标，推动交易所债券市场稳健发展。而建设高质量的交易所债券市场，至少包含以下要求：一是服务实体经济作用显著提升。二是运行安全具有坚实保障。三是制度规则与组织架构基本健全。四是市场结构得到明显优化。五是国际化程度不断提高。六是严格监管，信息高度透明。同时积极防范和化解潜在的各类风险也是一项重要工作。

（摘自中国经营报，李慧敏，2019 年 12 月 17 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 澳门首单公募公司债券发行上市

在澳门回归祖国 20 周年纪念日即将来临之际，珠海华发集团有限公司（简称“华发集团”）成功发行上市澳门首单公募公司债券。据悉，这是在中华（澳门）金融资产交易股份有限公司（简称“MOX”）登记发行、托管清算、上市交易的第一单公募公司债券，开创了全球企业赴澳门发行公募公司债券的先河。

发行定价当日，华发集团澳门公募公司债券得到境内外近 20 家机构踊跃认购，获得订单总量近 7.3 亿美元，其中一半来源于澳门本地金融机构。“订单总量大、超额认购多、票面利率低等利好，充分体现了境内外资本市场、国内外投资者对澳门资本市场和华发集团发展前景的坚定信心。”华发集团首席资本官李微欢表示，在澳门公募公司债券不仅为华发集团再添一融资渠道，而且还能有效丰富澳门金融产品、壮大澳门特色金融产业。

据了解，一直以来，由于澳门本地金融市场发展基础较弱，既没有成熟债券市场，也没有成熟的投资机构，企业发行债券主要采用香港发行托管、在澳门挂牌上市，或者采用非公开方式募集资金。MOX 作为澳门首间提供债券登记、托管、交易及结算等业务的金融机构，搭建起了债券公开发行的金融交易平台，圆满完成了人民币国债首次在澳门发行的任务，累计债券发行及上市规模约 400 亿澳门元。

“华发集团在 MOX 公开发行并上市澳门首单公司债券，是粤澳企业支持澳门发展特色金融、促进经济适度多元的具体实践。”MOX 执行董事兼副总裁王雯表示，此次债券的成功发行，对于今后更多大湾区企业利用澳门债券市场拓展低成本融资渠道具有积极引导作用和示范意义。

（摘自中国新闻网，邓媛雯，2019 年 12 月 13 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 联合资信总裁万华伟先生受聘担任保资管协会资产证券化专业委员会委员

随着我国保险业的蓬勃发展，保险资金运用规模迅速增加。截至 2019 年 10 月，我国保险资金运用余额高达 17.81 万亿元。与此同时，资产证券化市场也快速发展，2019 年 1—10 月，我国共发行 1040 单资产支持证券，发行规模达 1.70 万亿元。但保险机构参与资产证券化市场的程度不高，保险资产证券化产品创设较少，保险资金对资产证券化产品的配置比例较低，保险资金的优势没有得到充分发挥。为了促进保险资金与优质资产证券化产品对接，提高保险机构的专业能力，扩大保险业在资产证券化市场的影响力，中国保险资产管理业协会成立了资产证券化专业委员会。2019 年 12 月 6 日下午，中国保险资产管理业协会资产证券化专业委员会成立大会在北京国二招宾馆隆重召开，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云先生出席了大会，并为资产证券化专委会的委员颁发了聘书。其中，联合资信总裁万华伟先生是资产证券化专委会委员中唯一的评级机构代表。

联合资信总裁万华伟先生在会上指出，险资内外部评级各有优势，应紧密合作，优势互补，最大限度揭示 ABS 的信用风险状况。具体而言，首先，内外部评级机构应共同推动 ABS 评级的标准化，包括在基础资产选择评估、评级理念技术等方面建立统一的标准，在引导保险资金投资 ABS 时，内外部评级机构应通过标准化的方式有效揭示 ABS 的信用风险；其次，内外部评级机构应共同推动 ABS 业务全流程管理的规范化，尤其是对于基础资产现金流的管理，便于内外部评级机构判断基础资产未来现金流的波动性，准确把握 ABS 的风险价值；最后，内外部评级机构应共同促进 ABS 相关评级信息的透明化，包括基础资产筛选、交易结构安排等等，以便于内外部评级机构准确分析判断基础资产潜在风险，将不合格的基础资产拒之门外。

查看全文请点击 <http://www.lhratings.com/file/1802a0af-c06a-4202-8c10-87adb9fce554.pdf>

（摘自联合资信官网，2019 年 12 月 11 日）

[返回目录](#)

## 地方政府与城投企业债务风险研究报告——云南篇

云南省地处中国西南边陲，经济总量位于全国中下游水平，人均 GDP 处于全国下游水平；但近三年云南省经济保持高速增长，产业结构更趋优化，固定资产投资保持较快增速，经济发展环境较好。全省各市州经济发展较不均衡，分化较为明显。其中以昆明市为中心的省会经济圈经济实力及财政实力均明显高于其他地区，呈“中心强、四周弱”的经济格局。云南省债务规模位于全国中上游水平，负债率排名靠前，全省债务负担重。同时，省内各市州债务负担、可控财力差异较大。其中，昆明市政府债务负担、可控财力远高于其他市州；其余市州中玉溪市、保山市、德宏州政府债务负担重。

企业层面，云南省发债城投企业数量同全国其他省份相比较少，区域分布上中心区域城投企业数量多、等级高，其他市州发债城投企业数量少、资质弱，同“中心强、四周弱”的经济格局相一致。未来云南省内出现大面积的城投企业违约或行政级别较高的城投企业违约的可能性较低，整体偿债风险相对可控。但考虑到未来云南省内其余市州城投债到期量较高，部分市州再融资压力较大，需持续关注面临集中偿付压力和地区融资能力较弱的城投企业再融资情况和融资成本变化情况、偿债规模变化带来的阶段性信用风险以及城投公司市场化转型过程中可能存在转型失败而外部支持减弱的风险。

查看全文请点击 [http://www.sohu.com/a/359827394\\_238300](http://www.sohu.com/a/359827394_238300)

（摘自搜狐网，联合资信、联合评级公用事业部供稿，2019年12月11日）

[返回目录](#)

## 建筑施工行业研究报告

2019年以来，中国经济整体下行，宏观调控政策未从需求端进行大规模的刺激，而是通过引导经济结构转型、减轻企业负担来实现向中低增长阶段的平稳过渡，在此背景下，建筑业下游需求显示出疲弱的状态，建筑业整体进入低速增长区间。受固定资产投资放缓等因素影响，建筑业集中度逐步提升，不同所有制建筑施工企业盈利能力及波动差异较大。由于建筑施工企业普遍存在垫资施工的情况，近三年，建筑施工企业整体债务规模逐渐增长，资产负债率较高，债务压力整体较重，短期偿债压力较大。2019年三季度，建筑施工企业发债数量和规模有所增长，发债期限有所拉长，且进一步向高级别企业集中，不同信用资质建筑施工企业发行利率分化程度较高，建筑施工企业整体信用

水平将继续保持良好。作为国民经济支柱产业之一，建筑施工行业发展情况与宏观经济走势高度相关。从宏观环境的变化来看，政策的逆周期调节对建筑业增长的拉动作用将不复从前，未来建筑业增速将长期放缓。在一系列“稳投资”“补短板”政策的推动下，以专项债为资本金，撬动银行等金融机构对基建的投资，将成为拉动基建投资增长的新模式，建筑企业融资环境的边际改善将对行业增长起到一定的支撑作用。

由于建筑施工行业的业务模式一般会产生较大垫资，呈高杠杆运行的特点，业内企业普遍存在较大资金压力，尤其是短期债务压力较大。近几年，建筑施工企业的下游房地产行业景气度下行，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，加之融资环境收紧等因素影响，建筑施工企业的流动性压力在逐步显现。在项目模式转变 PPP 模式推广的背景下，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，不同信用资质建筑施工企业发行利率分化程度较高，建筑施工企业整体信用水平将继续保持良好。未来一年内，我国建筑施工行业有望平稳发展，联合资信认为，建筑施工行业整体信用展望为稳定。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1969137.html>

（摘自资治网，联合资信公用事业一部供稿，2019 年 12 月 11 日）

[返回目录](#)

## 证券公司行业国内外信用评级方法综述

通过对国内和国际评级机构证券公司行业评级方法的比较发现，国内外评级机构对证券公司行业的评级逻辑基本相似，主要评级要素及侧重点上各家有些许差异。虽然我国证券公司公司较国际证券公司而言，具有一定的特色；从运营环境来看监管尚不完善，相关法律制度等仍不够健全，国内评级机构的评级方法涉及的指标更加适用，但国内评级机构仍然可以从国际评级机构评级方法中得到借鉴：

（1）国际评级机构评级方法体系较为详细，无论是采用定性分析法还是定量分析法，国际评级机构均设置有完整的打分卡或级别调整指向，对打分区间具有详细的定量指标或定性描述，另外，穆迪还明确了各个指标所占权重。国内评级机构目前仅有东方金城披露了明确的评级模型。这对于国内评级机构完善自身评级体系具有一定借鉴意义。

（2）国际评级机构对于某一评级要素的评估和考察会考虑到此评级要素的多个方面且设置有较多调整因素、除外因素、封顶因素及下限因素等，定量要素打分只起到参

考作用，调整因素和定性判断在确定最终级别时仍起到重要作用。这有助于对受评企业的各个方面进行全面而完善的评估。

(3) 国际评级机构对于证券公司经营部分多采取定性分析，而定量分析主要集中于财务分析方面；在定量指标选取上多为比率型指标，规模因素未考虑在内。这一点与国内评级机构指标选取上存在一定差异性。

(4) 国际评级机构在考察收入及盈利能力的时候，会从获利能力和盈利的稳定性两方面去考察，并给出了明确的考察方式；同时结合其所开展的具体业务考察风险及盈利。在评估获利能力的时候会关注创造收入的能力和成本控制的能力，国际评级机构均强调成本随市场景气度波动来评估其成本控制能力。对于盈利稳定性的考察，国外评级机构多与业务结合来考察，如通过业务的多元化程度、非市场周期性业务收入占比等；惠誉则给出了每项业务具体的盈利水平、风险以及周期性；此外，穆迪是通过考察税前利润的波动性来评估盈利稳定性。这也给国内评级机构在考察受市场影响所带来盈利波动的情况时提供了更多思考和借鉴。

(5) 国际评级机构在评级方法中对受评主体所在地区即国家主权信用着重考虑。国际评级机构评级方法适用于全球非银行金融体系，首先考虑受评主体所在国的主权评级，其次受评主体自身的信用风险以及外部支持。证券公司所在国的经济环境、金融市场环境、政策和制度力量等对其个体发展具有重要影响。国内评级方法因为是基于国内企业来考察，因此更多的是考虑国内目前的经营环境、市场环境以及监管环境；这对于分析开展国际化业务对境外证券公司的考察具有指导性意义。

(6) 近年来，人民银行会同证监会等相关部门不断推进信用评级对外开放，这给国内评级机构带来了挑战，但同时也有助于推动我国评级行业质量改善；国内评级机构应在不断提高评级质量和完善评级体系的基础上，充分发挥本土化优势，发展中国特色的信用评级。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1975356.html?templateId=1133604>

(摘自资治网，联合评级金融部供稿，2019年12月13日)

[返回目录](#)

## 地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇

四川省位于中国西南，地处长江上游，经济规模位于全国前列，但人均 GDP 处于全国下游水平。近三年，四川省经济保持较快增长，产业结构更趋优化；财政收入快速增长，但财政自给率较低；整体债务规模较大，但受益于经济和综合财力的增长，负债率和债务率均持续下降。四川省下辖各市州经济发展和财政实力不均衡，分化较为明显；成都市作为省会及副省级城市，经济和财政实力处于领先地位，其余地区与其差距悬殊。

四川省发债城投企业主要集中在省会成都市，且成都市城投企业信用等级相对较高，其他市州发债城投企业数量较少、资质相对较弱。2018 年以来，在严控政府债务的背景下，四川省各市州城投企业筹资活动净现金流大幅下降，大部分市州城投企业筹资活动后净现金流为负。四川省各市州“发债城投企业债务+地方政府债务”负担整体较重，其中成都市、遂宁市、资阳市、绵阳市、宜宾市、巴中市和广元市财政收入对发债城投企业债务的保障程度低。未来，需持续关注面临较大债券集中偿付压力和地区债务负担重的市州城投企业再融资情况及偿债压力。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1989812.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 17 日）

[返回目录](#)

## 美国市政债现状以及对我国地方政府债券的启示

美国市政债是由美国州、地方政府或基层政府（Municipalities，美国特有的地方法人组织，是高度自治的行政实体，通常包括市、镇、村、校区等，拥有自己的自治政府及管辖权）发行的，由政府信用进行保证，用于地方基础设施建设的债券品种。部分市政债存在“金边”属性，相对于普通的企业债券，其风险较低。美国有大约三分之二的基础设施建设项目的资金来源于市政债，超过 5 万家不同的州、地方政府和市政部门发行过市政债。美国市政债分为一般责任债券与项目收益债券，一般责任债券以政府预算和税收作为偿债保证，而项目收益债券第一还款来源为项目自身产生的现金流覆盖，对于投资者而言，一般责任债券对于资金保障能力较强，同一地区发行的一般责任债券的级别一般高于项目收益债券的级别。美国市政债发行主体数量众多，政府层级较多，从每年的发行量来看规模较小，但发行量呈稳步上升的趋势。由于发行期限较长，使得存

量规模较大。近 10 年每年的市政债平均发行量在 4000 亿美元左右，截至 2019 年 6 月末，市政债的存量规模达到了 3.81 万亿美元，系美国市场存量规模第四大的债券品种。

中国地方政府债券相较于美国市政债而言，起步较晚，在信息披露机制、增信机制、债务管理及约束方面方面可以借鉴美国市政债的发展经验。

信息披露机制方面，目前我国各级政府仅披露财政预算收入、支出报表及地方政府债务余额情况，但各地方政府的披露详尽程度不一，披露口径也存在较大差异，地方政府有较大的自主选择权去选择财力数据披露的详尽程度。此外，我国政府尚未披露资产负债表，而美国是世界上最早对政府资产负债表进行核算编制的国家，政府透明度方面位于前列，美国地方政府披露的财务报告包括基金财务报告和政府层面财务报告，财务报表披露周期包括年报，部分地区有月报，及时有效的财务报表披露可以使投资者更好的判断分析各级市政债的发行政府的风险。债券发行后也需要建立及时透明的后续披露机制，对于地方政府可能发生的重大或影响到债券偿还的事项，在经过审批后，可以及时有效的公布，避免投资者发生损失。

增信机制方面，美国市政债大多采取增信机制，由专业的债券担保公司提供担保或者参与州政府的信用增进计划，提高债券信用等级。未来，我国地方政府债券在扩大政府的发行层级后，对于层级较低的地方政府而言，其信用水平相对较弱，发行利率偏高，可以考虑通过设置增信机制，如建立地方政府信用保险机制，设立省级担保基金等，一方面可以降低政府的融资成本，另一方面也可以减少投资者的违约损失。

债务管理及约束方面，美国市政债监管主要通过市场与行政相结合的方式，而我国主要通过行政方式进行监管。市场方面，通过透明的政府信息披露机制、信用评级机制和增信机制以及地方自治机制，投资者可以有效的获取政府的有关信息，防范潜在的债务风险。行政方面，美国部分州建立由州审计署对地方财政进行核查，并对地方财政进行实时监控的机制，如发现地方政府面临预算问题，审计署将视情况将地方政府纳入财政预警，甚至财政紧急状态，地方政府需要通过裁员、削减支出、增加税收或延迟养老金支付等措施削减支出，直至解决债务问题。

查看全文请点击 <http://www.sinozizhi.com/newsinfo/1989832.html>

（摘自资治网，联合资信、联合评级公用事业部王金磊供稿，2019 年 12 月 17 日）

[返回目录](#)