

# 债市聚焦

第 36 期  
总第 331 期  
2019

## 政策指南

[QFII 和 RQFII 额度限制取消 资本市场再迎实质性利好](#)

[广东五部门联合印发城投债券发行与风险管控办法](#)

[中央结算公司联手欧洲清算银行，两招助推中国债市开放](#)

[统计局：明年部分新增专项债额度将提至今年发行](#)

## 市场动向

[华为拟首次在境内发债 首期募资 30 亿元](#)

## 风险事件

[三胞集团：“H7 三胞 02” 未按时兑付利息，构成实质违约](#)

## 联合观点

[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](#)

[私募可转债大扩容，信用风险不容忽视](#)

[联合资信应邀在中国建设银行投资者联盟启动会（新疆站）进行专题讲解](#)

[天津市及下辖区域信用分析](#)

[中小商业银行专题研究系列三：资产端分析](#)



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

### QFII 和 RQFII 额度限制取消 资本市场再迎实质性利好

合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制取消，而且是总额度、单家额度均取消。同时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消，面向全球敞开怀抱。境外投资者参与境内金融市场的便利性将再次大幅提升，中国债券市场和股票市场也将更好、更广泛地被国际市场接受，更多境外“长钱”有望到来。

#### 三方面“取消”扩大金融市场对外开放

梳理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。今后，具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记，即可自主汇入资金开展符合规定的证券投资。

合格境外投资者制度是中国金融市场开放最重要的制度之一。自 2002 年实施 QFII 制度、2011 年实施 RQFII 制度以来，来自全球 31 个国家和地区的超过 400 家机构投资者通过此渠道投资中国金融市场，在分享中国改革开放和经济增长成果的同时，也促进了我国金融市场健康发展。截至 2019 年 8 月末，QFII 投资总额度为 3000 亿美元，共计 292 家 QFII 机构获批投资额度 1113.76 亿美元；RQFII 投资总额度为 19900 亿元人民币，共计 222 家 RQFII 机构获批 6933.02 亿元人民币投资额度。

可以看出，目前 QFII 和 RQFII 额度尚未用完。外汇局资本司相关负责人指出，取消额度，展示了完全便利化和开放化的姿态。外汇局国际收支司前司长、武汉大学经济学博导管涛指出，开放的目的是为投资者增加便利程度。投资者用不用额度，是根据市场环境做选择。任何制度安排都是中性的，不能决定资本流入还是流出。

#### 将带来更多长期资金

外汇局资本司相关负责人指出，随着我国股票市场和债券市场相继被纳入多个全球重要指数，外资对我国金融市场的配置需求日益增长。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。同时，取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，可进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。

2018 年我国跨境证券投资项下收支总规模（流入+流出）2137 亿美元，占整个资本项下收支总规模的比重为 25%，该比重较 2002 年大幅提升 16 个百分点。2019 年上半年，我国非储备性质金融账户延续净流入态势，其中，境外投资者增持我国证券 500 多亿美元。由此可见，跨境证券投资在我国国际收支格局中已经占据非常重要的地位。但是，从外资在资本市场占比的国际比较来看，证券投资资金流入还有很大潜力和空间。据初步统计，当前外资持有我国境内股票市值占总流通市值的 3.8%，持有我国境内人民币债券市值占债券总市值的 2.2%，远低于一些新兴市场经济体外资持有水平。

展望未来，MSCI、富时罗素集团等全球主要指数编制机构相继将中国 A 股纳入其国际股票指数并提高权重，将为我国证券市场带来持续资金流入。此次全面取消合格境外投资者投资额度限制后，跨境证券投资便利化程度进一步提高，预计将带来更多境外长期资本。

### 防范跨境资金大进大出风险

此前，QFII 和 RQFII 制度的监管框架是：中国人民银行主要负责 RQFII 试点国家和地区推广；中国证监会主要负责 QFII/RQFII 资格准入和投资管理；外汇局主要负责 QFII/RQFII 的投资额度和汇兑管理。这次改革后，外汇局负责的 QFII/RQFII 额度和汇兑限制均已取消。下一步，外汇局将立即着手修订《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》等相关法规，明确不再对单家合格境外投资者的投资额度进行备案和审批。届时，境外投资者在获得证券监督管理部门批准的相关资格后，应委托境内托管银行按规定办理相关登记，凭国家外汇管理局出具的业务登记凭证在托管银行开立专用资金账户及办理后续资金汇兑等业务。

外汇局称，下一步将继续深化外汇管理改革，不断采取有力措施扩大对外开放，支持境外投资者投资境内金融市场，提升跨境投融资便利化程度。同时，切实防范跨境资本流动风险，维护国家经济金融安全。据悉，外汇局在继续推动资本项目开放的同时，将加强“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，防范跨境资金大进大出的风险，有效维护外汇市场稳定。

（摘自上海证券报，李丹丹，2019 年 9 月 11 日）

[返回目录](#)

## 广东五部门联合印发城投债券发行与风险管控办法

9月11日，广东省发展改革委发布消息，经广东省政府同意，广东省发展改革委、广东省财政厅、广东省国资委、中国人民银行广州分行、广东证监局等五单位《关于城投债券发行与风险管控的办法》（试行）正式印发。该办法共五章二十六条，自2019年9月30日起施行，有效期3年。制定目的是为防范化解重大风险，重点防控城投企业债务风险，遏制地方政府隐性债务增量，促进该省债券融资工作平稳健康发展。

债券申报方面有严格规定，包括额度规定、市场化运作、信用隔离、资金用途等。城投企业申报债券遵循量力而行的原则，根据企业财务情况、经营能力、对外担保余额与偿债实力等因素综合确定发债额度。企业发行债券应符合债券余额不超过净资产40%的规定；企业债券和公司债券申报企业最近三年平均可分配利润应足以支付债券一年的利息。同时，严禁将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产。

根据办法，由城投企业举借的债务属于企业债务，申报企业应向债券主管部门出具发债不新增政府债务和隐性债务的承诺。企业发行债券的募资资金投向应符合国家产业政策和行业发展规划，用于本企业的生产经营，不得用于房地产买卖和股票、期货交易等风险性投资。

债券发行方面，办法规定，城投企业除按规定向债券主管部门报送备案材料外，应于债券发行首日的5个工作日内向所在地发展改革、履行出资人责任的国有资产监管机构和财政部门报备募集说明书、审计报告、评级报告和法律意见书。

存续期风险预警与管控方面，办法指出，发行人应加强募集资金管理，严格按照募集说明书披露用途使用债券资金，严禁擅自改变募集资金使用用途。

城投企业应在各期债券兑付兑息日前，根据托管场所的要求及时且足额地将偿债资金划转至指定账户。对于可能出现实质违约或技术性违约的情形，所在地发展改革、履行出资人责任的国有资产监管机构和财政部门应主动介入、积极协调，充分运用市场化、法制化手段，指导企业和中介机构制定偿债方案，并第一时间向债券主管部门报告。广东省发展改革委负责建立全省债券风险管理系统，实现对企业本息兑付、财务和经营情况的实时监控，与各部门开展信息共享。



对涉及城投债券的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场等行为进行认定和行政处罚，并将违法失信行为纳入信用记录，通过公共信用信息管理平台依法依规公开共享，对严重失信行为实施联合惩戒。

该办法鼓励各地设立各类风险缓释金，对于已设立风险缓释金的地方，要利用好风险缓释金，有效化解城投企业债务风险。

（摘自东方财富网，2019年9月11日）

[返回目录](#)

## 中央结算公司联手欧洲清算银行，两招助推中国债市开放

QFII/RQFII 额度放开之外，还有银行间债市直投的进一步便利化，中国债市开放进程不断加速。9月9日，中央国债登记结算有限责任公司（下称“中央结算公司”）与欧洲清算银行有限公司（下称“欧清银行”）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——是进一步便利化直接投资银行间债券市场（下称“直投”）的渠道，二是探索高效便捷的跨境担保品管理服务。

这也是落实不久前公布的金融开放“新 11 条”，以及央行年初工作会议关于进一步完善境外投资者入市等工作部署的要求。

### 完善“直投”模式

目前，外资要参与中国银行间债市，有三大主要渠道——合格境外机构投资者（QFII）/人民币合格境外机构投资者（RQFII）、直接投资银行间债市和香港债券通。而此次上述两大机构签署合作备忘录，部分旨在为“直投”这一渠道提供更便利的入市服务。

在中国债市开放初期，外资投资者主要为全球央行、主权基金等大型机构。随着 2016 年债市全面开放和 2017 年债券通的正式通车，为中国债市带来直接变化——境外投资者构成更加多元化（包括资管机构、对冲基金等）、外资加速流入。截至 2019 年 8 月底，整个银行间市场境外机构持债量已达 1.81 万亿元（不含同业存单），其中超过 95% 托管于中央结算公司。已入市境外机构逾 1300 户，其中超过 7 成通过直投模式入市，持债规模占境外投资者持债总量的近 9 成。在全球 100 家顶级资产管理公司中，已有 61 家通过债券通入市，37 家通过直投模式入市，还有多家在进行准备工作。

之所以债券通获得部分境外投资者的青睐，主因在于，前两大渠道此前的申请及开户程序较为繁琐，而债券通通过多级托管模式简化流程，在灵活性与时间管控上更具效

益。具体而言，债券通以国际债券市场通行的名义持有人模式，以中央结算公司和上海清算所作为总登记托管机构，香港金管局的债务工具中央结算系统（CMU 系统）作为次级托管机构，负责帮助境外投资者在中央结算公司和上海清算所开立的账户进行结算。

但债券通也有其局限。例如可交易品种及交易对手方有限，交易流程中需要经过的代理环节更多，费用成本较高。此外，业内人士也表示，尽管债券通流程简化，但因法律关系复杂为后续的金融产品服务带来了隐患以及实务操作的不便利，如违约的处置安排、税收受益人认定等。相较而言，一级托管模式的法律关系更明确，对投资者的保护更为直接有效，有利于市场高效透明运行。

相较之下，直投模式采用一级托管模式，即境外投资者直接在中央证券登记托管机构开立债券账户，在结算代理人处开立非居民资金账户，且根据目前规则要求，交易和结算均由境内代理人分别对接交易中心和托管登记机构系统，来完成交易确认、资金划拨和债券交收，交易结算机制更为直接、透明，可交易品种和交易对手方几乎不受限，交易成本更低。不过，直投仍然存在一些操作流程上的问题，例如在境内商业银行开户和监管机构报备材料手续比较繁琐、需投资机构两边开户、资金在账户间的划转和跨境合规监控造成的效率低等，使得部分境外投资者对直接入市有些疑虑。

此次，中央结算公司和欧清银行合作，在监管允许的范畴内，通过中央证券托管结算机构的跨境互联，进一步便利投资者直接入市，双方后续的合作进展值得期待。

### 探索高效的直通式跨境担保品管理服务

除了为直投提供便利服务，探索跨境担保品管理合作也是此次合作的亮点。

后危机时代国际金融监管环境趋严，国际市场合格金融担保品缺口进一步扩大。美国财政部借款咨询委员会预测，2019 年国际市场对担保品的需求量最高将达到 11 万亿美元。与此同时，中国债市的崛起使得人民币债券的国际影响力日益显现。目前，境外投资者持债规模已超 2 万亿元。如能打通人民币债券担保品跨境使用渠道，能够提高投资者资产配置效率，增强人民币债券吸引力，同时也将为全球市场注入海量合格担保品。

中央结算公司此前的调查显示，70% 以上的境外投资者愿意在国际金融市场上接受人民币债券作为合格担保品，60% 以上的境外投资者表示迫切期待金融基础设施间的互联互通，通过担保品跨境使用提高持有债券的价值。

相关人士也表示，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，可盘活存量资产，发挥风险稳定器的作用。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）

[返回目录](#)

## 统计局：明年部分新增专项债额度将提至今年发行

近期，国务院常务会议、财政部接连释放加快发行使用地方专项债的信号。截至9月16日，今年以来共发行了1000只地方债，金额合计达39830.79亿元，其中，9月1日—9月16日，发行13只地方债，金额合计85.4亿元。另外，9月16日，国家统计局透露，明年部分新增专项债额度将在今年提前发行。

国务院常务会议要求，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，督促各地尽快形成实物工作量。并确定根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。数据显示，目前，还剩1404亿元新增专项债待发行。“加快发行地方专项债，对于应对当前经济下行压力、促进扩大有效投资等具有重要意义。”中国财政预算绩效专委会副主任委员张依群表示。

经全国人大批准，2019年安排新增地方政府债务限额30800亿元，其中，新增一般债务限额9300亿元、专项债务限额21500亿元。此外，2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，可以提前下达下一年度新增限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。

财政部有关负责人日前表示，财政部将按规定提前下达明年专项债券部分新增额度，做好各项准备工作，确保明年初即可使用见效，带动有效投资，支持补短板、扩内需。

目前市场关注的还包括，提前下达的明年专项债部分新增额度能否在今年四季度发行。9月16日，国家统计局新闻发言人付凌晖在8月份国民经济运行情况新闻发布会上表示，从前期情况来看，基础设施投资增长并不高，主要是由于今年实施大规模减税降费，地方政府财政收入受到一定影响，影响了基础设施投资能力。面对这种情况，中央政府加大支持力度，进一步增加专项债的发行，将明年部分新增专项债额度提前至今年发行，这样有利于支撑基础设施投资的增长。

此前，财政部预算司巡视员王克冰表示，在发挥专项债券促进投资作用的同时，为防控专项债务风险、提高专项债券资金使用效益，此次拟提前下达的明年专项债券部分新增额度，将重点遵循以下要求安排：一是以资金绩效为导向，坚持形成有效投资，确保形成实物工作量。二是以合格合规为重点，坚持项目合格合规。三是以风险防控为底线，明确项目投资方向。四是以发挥合力为要求，健全项目安排协调机制。

（摘自新浪财经，包兴安，2019年9月17日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 华为拟首次在境内发债 首期募资 30 亿元

已在境外发债数次的华为，于9月11日首次进入境内债券市场投资者的视野。9月12日记者从债券市场从业人员处获得一份《华为投资控股有限公司（下称“华为”）2019年度第一期中期票据募集说明书》（下称“《募集说明书》”）。据该业内人士介绍，华为此次拟发行的中期票据在9月11日申请注册，尚未进入审批阶段。

《募集说明书》显示，华为拟注册中期票据规模为200亿元，本期拟发行约30亿元，期限为3年，主承销商和评级机构分别为中国工商银行和联合资信评级，主体评级和债项评级均为AAA，募集资金将用于补充公司本部及下属子公司营运资金。

根据《募集说明书》，在此期中期票据发行前，华为共发行了六期债券。其中，尚未到期的四期美元债券合计金额为45亿美元；两期在香港发行的合计26亿元“点心债”已经兑付。

截至今年6月底，公司有息债务合计为964.311亿元，其中长期借款435.11亿元；公司银行理财和结构性存款余额为555亿元，货币市场基金余额为143.9亿元，债券投资余额为11.24亿元，合计710.14亿元；公司及下属子公司获得金融机构折合人民币约2080亿元的授信额度，已使用约978亿元，未使用授信额度1102亿元。

在利润率方面，华为近三年的毛利率虽呈略微下降趋势，从40.13%降至38.84%，但营业利润率和净利润率均呈逐年上升趋势，分别从8.81%和7.15%升至10.47%和8.3%。



《募集说明书》显示，华为近三年及一期的研发费用分别达到 763.75 亿元、896.66 亿元、1014.75 亿元和 565.97 亿元，逐年增加的原因主要在于公司持续加大 5G、云、人工智能及智能终端等面向未来的研发投入。截至 2018 年底，累计获得授权专利 8.7 万件，其中中国授权专利累计 4.34 万件，中国以外国家授权专利累计 4.44 万件，90% 以上专利为发明专利，在《2018 年欧盟工业研发投资排名》中位列全球第五。

此外，华为在《募集说明书》中不仅披露了 5 个在建项目，还公布了 2 个拟建项目，分别是投资 109.85 亿元的上海青浦研发项目和投资 18 亿元的武汉海思工厂项目。

值得关注的是，如果本期中期票据获批发行，华为将在存续期内向市场公开披露可能影响中期票据投资者实现其债权的重大事项之 15 项内容，以及定期披露的指定内容，意味着华为在境内资本市场的“亮相”将更加频繁。

华为在 11 日晚间回应发债事宜时表示，华为一直坚持通过合理的融资布局，持续优化资本架构，以确保公司财务稳健。境内债券市场快速发展，目前市场容量全球第二，债券融资已成为重要的融资渠道之一。公司通过境内发债打开境内债券市场，将进一步丰富融资渠道，优化整体融资布局。华为公司运营所需要的资金主要来自于企业自身经营积累、外部融资两部分，以企业自身经营积累为主（过去 5 年占比约 90%），外部融资作为补充（过去 5 年占比约 10%）。公司经营稳健，现金流充裕。本次发债所获资金将用于持续聚焦 ICT 基础设施建设，为客户提供更好的产品解决方案与服务。

（摘自新华网，周健，2019 年 9 月 12 日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 三胞集团：“H7 三胞 02”未按时兑付利息，构成实质违约

三胞集团有限公司未能按期划付“H7 三胞 02”应付利息共计 490.45 万元，付息日是 9 月 12 日。“H7 三胞 02”债券规模 2 亿元，违约时债券余额为 0.58 亿元，债券到期日是 2020 年 9 月 12 日。

（摘自 Wind，2019 年 9 月 12 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 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

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》，对证券公司股东严监管，提高了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控股股东的准入门槛，从股东层面防范证券公司风险。股东对于证券公司的发展具有重要作用，是证券公司信用评级中的重要评估因素。

《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。

从股东对行业格局的影响来看，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。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。

从股东对行业信用水平的影响来看，《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。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。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。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。

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市场波动较大的环境下的信用水平变化情况。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/2BVkcBuJ-Q0EKghaqsVByw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级金融部供稿，2019年9月11日）

[返回目录](#)

## 私募可转债大扩容，信用风险不容忽视

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、深圳证券交易所、全国中小企业股份转让系统有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司联合发布了《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。

《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。

查看全文请点击 <http://www.caiguu.com/licai/zhaiquan/188207.html>

（摘自财股网，联合资信、联合评级研究部供稿，2019年9月11日）

[返回目录](#)

## 联合资信应邀在中国建设银行投资者联盟启动会（新疆站）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，应重点关注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。

（摘自联合资信官网，2019年9月12日）

[返回目录](#)

## 天津市及下辖区域信用分析

天津市作为中国四大直辖市之一、环渤海地区经济中心，区位优势优越，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对天津经济、社会、文化发展起到重大推进作用。

天津市经济结构以重工业及国营经济为主，受数据“挤水分”持续影响，天津GDP增速放缓，但GDP总量仍处于全国中游水平。由于天津经济增长主要由投资拉动，经济发展内生动力略显不足，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。

天津市财政收入处于全国中等水平，主要税源房地产行业景气度波动较大，天津市未来财政收入增长的动力不足。此外政府性基金收入对财政收入贡献较高，财政收入结构有待改善。近年来天津市政府限额规模逐年增长，规模处于全国较低水平，但城投企业债务规模较大，受严禁新增地方政府隐性债务以及专项债券发行激增的影响，2018年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，整体来看短期内天津市债务风险相对可控。

天津市各区经济及财政实力差异明显。滨海新区受“挤水分”持续影响，经济及财政收入增速不及预期，但其战略地位突出，总体经济及财政实力最强；中心城区作为现代服务业的重要聚集区，配套完善；环城四区中，西青区工业较为发达，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。从债务情况来看，滨海新区、宁河区、东丽区与蓟州区的债务负担相对较重。

综上，考虑到京津冀一体化的战略方向以及2018年下半年至今城投企业融资宽松信号的释放，短时间看天津市整体债务风险不大，但下辖区域有所分化，需关注财政实力下滑、债务规模较大以及债务集中到期的区域城投企业信用风险。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/yKckeAG8h5R9TzBEHsYxCQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商三部供稿，2019年9月16日）

[返回目录](#)

### 中小商业银行专题研究系列三：资产端分析

从资产结构的调整来看，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。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。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。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。

从贷款、投资资产等大类资产内部结构的调整来看，第一，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。第二，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。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。第三，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。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。

从信贷资产质量来看，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。第一，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。第二，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。第三，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；农村商业银行拨备覆盖率水平位于120%~150%。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190918/152796087.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信金融部供稿，2019年9月17日）

[返回目录](#)