

GOLDEN CREDIT RESEARCH

东方信用

VOL.25

2019 年第三期

内部资料免费交流
京内资准字 1319-L0120 号

SPECIAL TOPICS

特约专题

是股？是债？

一次性看懂商业银行永续债

COMPANY DYNAMICS

公司动态

荣获 2019CSF “年度创新机构奖”
助力首单分布式居民供暖 ABS 发行

CREDIT MARKET RESEARCH

专题研究

2019 年下半年利率债市场展望
—— 经济下行与货币宽松伴行 “债牛” 行情未尽

BELT AND ROAD STUDIES

丝路观察



锐意创新 极致服务

持续革新评级技术和研究服务体系，
以“追求极致”的精神提供服务

践行中国评级梦

提升中国评级标准体系的国际竞争力

「拥抱开放 拥抱未来」

2019 年前八个月，全球经济复苏态势明显趋缓，国内宏观经济承压。中美贸易战一波三折，为国内经济带来了更多不确定性。在政策逆周期调节力度加强的背景下，债券市场迎来了相对宽松的货币环境和信用环境，也为进一步开放创造了良好的条件。国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了金融业进一步开放的 11 条措施，信用评级、券商、投资端等金融市场各方面均进一步向境外机构开放，债券市场国际化程度明显加速。

“开放”是 2019 年度中国金融市场的关键词。东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的精神，拥抱开放，拥抱未来。第二届一带一路国际合作高峰论坛掀开了深化一带一路合作的新篇章，东方金诚发布了《一带一路沿线国家主权信用风险报告 2019》，并推出了细说丝路系列报告，探索丝路沿线国家在一带一路方面的合作机会和营商环境；举办中国企业跨境融资和境外投资者关系国际研讨会，并将于 9 月 5 日联合亚洲信用评级协会主办“开放共赢的中国资本市场”国际高峰论坛；在资管新规过渡期即将结束、金融业进一步开放的背景下，国内商业银行的资本补充压力凸显，永续债成为金融机构今年补充资本的主力工具之一，东方金诚推出了永续债评级方法及模型，连续为前三单商业银行永续债发行提供了评级服务，以永续债为主题推出了系列研究报告，并在上海举办了永续债论坛，在北京联合中国银行业协会再次组织永续债研讨会；响应信用评级业对外开放，东方金诚全面更新了评级方法及模型体系，改版评级报告，针对境内外投资人需求开展多种形式的活动，强化信息披露提升评级的透明度。

开放，还将继续深化。拥抱开放，我们永远在路上。

东方金诚愿和投资人、发行人一起，以锐意创新拥抱未来！

东方信用

GOLDEN CREDIT RESEARCH

2019 年第三期



编印单位

东方金诚国际信用评估有限公司

总编

金永授

主编

俞春江

编辑

李瑞雪 娄雪宁 祁兴耘 孙明

美编

何星

翻译

白雪

内刊编辑部联系方式

010-83435967

发送对象

上级主管部门、内部员工

印刷单位

北京市庆全新光印刷有限公司

印刷日期

2019 年 8 月 28 日

印数

700 册

9 月 5 日 中国·上海

5th September, Shanghai, China

东方信用论坛

GOLDEN CREDIT FORUM

主办单位:

东方金诚国际信用评估有限公司

亚洲信用评级协会

开放共赢的中国资本市场



36

战略合作 · STRATEGIC COOPERATION

东方金诚与中央结算公司 联合发布系列报告

26 《2019 年上半年宏观经济运行分析与展望》

27 《2019 年上半年资产证券化发展报告》

04 行业热点

06 公司动态

60 企业文化

62 市场统计

卷首语 · Preface

拥抱开放 拥抱未来

东方金诚愿和投资人、发行人一起，以锐意创新拥抱未来！

特约专题 · Special Topics

是股？是债？一次性看懂商业银行永续债

08 商业银行永续债，银行的“补血神器”

11 资本压力下我国商业银行永续债破冰发行

13 配套政策出台，为商业银行永续债落地保驾护航

15 保险资金投资银行永续债策略研究

案例 | 方法 | 服务 | 团队 | 媒体

专题研究 · Credit Market Research

24 二季度中央政治局会议经济工作部署解读

下半年稳增长需求上升 政策定力超出普遍预期

33 2019 年下半年大类资产配置展望

经济承压下行 资产波动为主

34 2019 年中期信用债市场回顾与展望

信用债市场有望保持回暖势头 市场分化与违约多发还将持续

38 2019 年上半年绿色债券市场回顾与展望

上半年绿色债券市场回暖 公司债发行数量及规模首夺魁

39 2019 年下半年利率债市场展望

经济下行与货币宽松相伴“债牛”行情未尽



46

跨境融资 · CROSS-BORDER FUNDING

熊猫债专题研究

7月月报：人民币汇率波动弹性适度增强，
熊猫债发行质量料将稳步提升

丝路观察 · Belt and Road Studies

42 丝路介绍 & 东南亚、南亚介绍

44 细说丝路：中国 - 巴基斯坦

依托丝路战略和实务对接 巴基斯坦机遇与挑战并存

47 细说丝路：中国 - 印度尼西亚

基于战略考量和整合发展需求 中 - 印尼合作变中求突破

51 细说丝路：中国 - 印度

中印竞争与摩擦扩大 需重构战略互信基础

54 细说丝路：中国 - 老挝

中老互利合作正当其时 仍需推进战略加速落地

锐意创新 极致服务

为投资人信用风险识别、预警与处置提供有价值的服务
协助发行人发挥信用价值，创新信用融资

践行中国评级梦

唯一国有控股评级机构
提升中国评级标准体系的国际竞争力

评级全资质

拥有人民银行、证监会、发改委、银保监会
交易商协会等认可的全部评级资质

市场全覆盖

评级服务覆盖全部交易场所、全部债券类型、全部发行人

WWW.DFRATINGS.COM 

联合国PRI评级机构声明签署方

亚洲信用评级协会唯一中国理事

中国资产证券化行业评选“汇菁奖”

2018“最佳研究机构”“最具影响力奖”

2017“创新机构奖”“最具影响力奖”

2016 ABS“最具潜力评级机构”

中国资产证券化论坛（CSF）年会

2018年度“创新机构奖”

中国金融前沿论坛

2018年度“最佳评级机构”

中国REITs联盟

2017年度“优秀评级机构奖”



8月 August

央行改革完善贷款市场报价利率形成机制

8月17日,中国人民银行公告决定,改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制,并将于8月20日起实施。此举是落实8月16日国务院常务会议要求,坚持用改革办法,促进实际利率水平明显下降,并努力解决“融资难”问题。改革完善贷款市场报价利率形成机制,将带动贷款实际利率水平进一步降低。



美联储十年来首次下调利率

北京时间8月1日凌晨,美联储7月份议息会议决定下调联邦基金目标利率25BP至2.00%-2.25%。新闻发布会上,美联储主席鲍威尔表示,此次降息有保险和风险管理的考量。鲍威尔认为,目前其实是周期其中的一个政策调整,不意味着开启了新一轮的漫长宽松,但同时他也不认为降息只有一次,有可能会再降息。



7月 July

四部委印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》

7月29日国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会发布关于印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》的通知。通知强调要加大力度推动市场化法治化债转股增量扩面提质,综合运用各类降杠杆措施,进一步完善企业债务风险防控机制,做好组织协调和服务监督。



万亿不良资产处置迎高峰期

7月25日,四大资管公司中的中国东方和中国长城发布的最新数据显示,不良资产市场规模仍在持续上升,而市场不断扩容也持续激发了包括四大资管、地方资管以及诸多民营公司和外资公司的参与热情,纷纷加码投资。



科创板正式开市交易

7月22日,科创板首批企业上市仪式在上交所交易大厅举行。上午9时30分,随着一声锣响,科创板正式开市交易。这一声锣响,标志着中国资本市场进入一个崭新时代。



非上市银行发行永续债松绑 渤海银行抢得头筹

银保监会日前同意渤海银行发行不超过300亿元人民币无固定期限资本债券(永续债)。这也是监管首次批准非上市银行发行永续债。近两个月,银行永续债发行潮涌。民生银行、华夏银行、浦发银行先后发行400亿元、400亿元、300亿元永续债,工行也将于26日起发行800亿元永续债。



绿色债券发行 年底或将突破3000亿元

数据显示,今年上半年境内绿色债券累计发行84只,发行规模1311.81亿元,发行数量及规模较去年同期相比分别大幅增长75%和150%。绿色公司债首次超越绿色金融债,成为自我国绿色债券市场启动以来,半年度统计中发行规模和发行数量占比最高的券种。



持续定向滴灌 央行开展三季度TMLF

7月23日,央行宣布正式开展定向中期借贷便利(TMLF)操作2977亿元,操作利率3.15%;并开展中期借贷便利(MLF)操作2000亿元,操作利率3.3%,两项操作合计4977亿元,与当日中期借贷便利(MLF)到期量5020亿元基本相当,市场中长期流动性规模未出现明显变化。



新 11 条释放加快全方位金融开放信号

我国全方位的金融业开放再上新台阶。7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布最新的金融业对外开放清单。这次发布的新 11 条举措，一方面鼓励外资深度参与中国的银行、保险、证券等业态，并针对一些领域提前了开放时间表，另一方面在理财公司、养老金管理公司以及债券承销等方面设定了新的开放目标。



发改委重拳收紧房企海外发债

7 月 12 日，国家发改委发布《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》（发改办外资〔2019〕778 号），对海外发债的房企提出“只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务”“在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、经我委备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》”“在募集说明书等文件中需明确资金用途”等要求。



6月 June

沪伦通首单即将落地 加速跨境资本双向流通

6 月 11 日，华泰证券发布公告称，其沪伦通项下全球存托凭证（GDR）的发行获得了英国金融行为监管局（FCA）的批准。根据公告，华泰证券拟初始发行不超过 7501.37 万份 GDR，其中每份 GDR 代表 10 股公司 A 股股票。此外，稳定价格操作人可以通过行使超额配售权，要求发行人额外发行不超过 750.13 万份且不超过实际初始发售规模 10% 的 GDR。



小微企业金融支持政策持续发力

新一轮金融支持小微企业政策将加码升级。多部门正就金融支持小微企业展开新一轮部署，筹划一揽子缓解小微企业融资难的重大举措。未来将推动商业银行改变小微企业的贷款方式，推动银行信贷和股权投资联动，大力发展资本市场。此外，新一轮普惠金融发展规划等重磅文件也将酝酿出台。



专项债新规加速落地 重大项目建设将提速

为了加大对重点领域和薄弱环节的有效投资力度，近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》。《通知》允许部分地方政府专项债券可作为符合条件的重大项目资本金，并鼓励金融支持专项债项目。



5月 May

包商银行被接管

5 月 24 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布公告，鉴于包商银行股份有限公司出现严重信用风险，为保护存款人和其他客户合法权益，依照《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》和《中华人民共和国商业银行法》有关规定，中国银行保险监督管理委员会决定自 2019 年 5 月 24 日起对包商银行实行接管，接管期限一年。



4月 April

聚焦重点领域 公募 REITs 脚步渐近

今年以来，证监会有意推进公募 REITs 的进程，正在对 REITs 底层资产情况进行摸底，鼓励一些基金公司和券商上报 REITs 项目方案。从目前来看，首批公募 REITs 产品或集中于工业园区、仓储物流、交通能源、符合区域产业方向的商业物业及重大基础设施等领域，主要聚焦于国家重大战略实施方向，将对探索新型基础设施投融资机制形成有力的推动。



C 公司动态 COMPANY DYNAMICS

东方金诚评级总监作为评级行业代表参加

2019 债券年会

由中央国债登记结算有限责任公司主办的 2019 债券年会于 7 月 18 日-19 日在上海举办。本届年会以“激发潜能，释放活力”为主题，议程涵盖当前国际国内经济金融领域主要热点，同时深度聚焦债券市场，全方位把脉市场变化与创新，展望市场发展方向。东方金诚评级总监刚猛博士作为评级行业代表在会上发表《债市风险管理与信用评级发展》主题演讲。



“中国企业跨境融资与境外投资者关系”国际研讨会成功举办



5 月 30 日，东方金诚携手日本最大评级公司 JCR、三井住友银行日兴证券，举办了“中国企业跨境融资与境外投资者关系”国际研讨会。会上，东方金诚发布最新研究成果《“一带一路”沿线国家主权信用风险分析报告（2019）》与《熊猫债券发展历程与未来展望》。现场邀请到国内优质发行人及海外投资人等近六十位代表莅临。

2019 信用债融资巡回研讨会正式启动

东方金诚品牌活动“东方信用论坛——2019 年信用债融资巡回研讨会”正式启动，为期十七场的研讨会将聚焦信用债融资需求，深入剖析信用债市场形势，探讨新形势下公司转型、信用债融资的新机遇和新策略。目前，巡回研讨会已先后在杭州、济南、青岛、合肥、上海、深圳、重庆、郑州、广州等城市成功举办。

金融新业态下保险公司内评及投资策略论坛成功举办



为进一步就新业态下投资机构信用风险管理和投资策略变化进行探讨，东方金诚分别于 5 月 21 日和 23 日在北京和上海举办了两场题为“金融新业态下保险公司内评及投资策略”的闭门研讨会，定向邀请了中人寿、天安人寿、人保、中华联合保险、天弘基金、银华基金、易方达基金、安邦资产、合众资产等 100 余名代表出席。

东方金诚受邀在绿色金融国际论坛圆桌峰会发言

6 月 5 日至 6 日，绿色金融国际论坛暨联合国环境署金融倡议（UNEP FI）亚太区可持续金融圆桌峰会在上海举行，东方金诚国际团队负责人常征女士应邀参会并担任圆桌峰会演讲嘉宾。本次会议旨在加强参会者与亚太区金融市场政策制定者、监管机构和金融从业者的深入交流，共同探讨亚太区经济体可持续金融发展的益处以及环境、社会和治理（ESG）因素对未来商业模式的影响。

东方金诚与中央结算公司联合发布系列报告

东方金诚与中央结算公司分别在 7 月 25 日及 29 日联合发布《2019 年上半年资产证券化发展报告》与《2019 年上半年宏观经济运行分析与展望》。东方金诚与中央结算公司是战略合作伙伴，未来会继续在资产证券化、高收益债等领域开展联合研究。



东方金诚技术委员会主任当选保险资管协会行业发展研究专业委员会委员



6 月 18 日，中国保险资产管理业协会行业发展研究专业委员会成立大会在京召开。东方金诚技术委员会主任俞春江当选委员。公司首席债券分析师兼研究发展部总经理、投资人服务部总经理苏莉担任特邀研究员。

东方金诚在证券业协会及保险资管协会申报的课题均成功立项

6 月 14 日，东方金诚申报的《违约常态化下的高收益债市场培育研究》重点课题被中国证券业协会确认正式立项。同月，中国保险资产管理业协会发布了《关于“2019IAMAC 年度课题立项结果的通报”，其中东方金诚申报的《IFRS9 影响下保险资金权益资产配置研究》《保险资产管理机构应对违约债券策略研究》两项课题成功立项。

东方金诚助力首单股份制商业银行永续债成功发行



5 月 31 日，由东方金诚评级的“中国民生银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券”完成簿记定价，发行规模 400 亿元，票面利率 4.85%，全场认购倍数超过 1.8 倍。民生银行永续债是继中国银行之后第二单银行永续债。

东方金诚助力全国首单分布式居民供暖 ABS 发行

4 月 30 日，由东方金诚评级的“首创-华通热力居民供暖收费收益权资产支持专项计划成功发行，此单为北京首单居民供暖 ABS、全国首单分布式居民供暖 ABS，优先级资产支持证券票面利率为 5.4% ~ 6.6%，为 2019 年民营基础设施 ABS 发行利率最低，优先级产品全部获得 AAAsf 评级。

东方金诚荣获 2019 中国资产证券化年会“年度创新机构奖”



5 月 6 日至 8 日，以“合规发展、生态共享”为主题的“2019 中国资产证券化和结构性融资行业年会在北京举行，围绕资产证券化相关话题展开专业研讨。本次年会颁发多项资产证券化与结构融资行业荣誉大奖，东方金诚荣获 2019 年资产证券化论坛“年度创新机构奖”及多个项目大奖。期间，东方金诚技术委员会主任俞春江当选为中国资产证券化论坛（CSF）理事、CSF 不良资产证券化委员会主席。首席金融分析师徐承远在圆桌讨论环节，聚焦“NPL 证券化生命周期的操作实务和评估策略”主题，与相关领域专业嘉宾展开深入探讨与交流；结构融资部总经理郭永刚作为演讲嘉宾，应邀就“2018 年 ABS 风险事件回顾与借鉴”做主题演讲。



是股？是债？ 一次性看懂商业银行永续债！

| 商业银行永续债，银行的“补血神器”

■ 文 | 金融业务部 徐承远 金炫杰

2019年1月25日，我国首单银行永续债“19中国银行永续债01”在银行间债券市场成功发行，国内商业银行永续债市场经过艰难摸索，终于获得实质性进展。政策呵护，市场热情升温，发展势头良好。

2017年以来，金融监管加强，商业银行同业非标资产“回表”，资本压力陡增。创新一级资本补充工具、修正资本结构性缺陷，成为缓解资本压力的重要举措。2018年初，央行发布3号公告，鼓励银行业金融机构发行新型资本补充债券。3月，五部委联合下发《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，提出为商业银行发行永续债创造条件。2019年新春伊始，李克强总理主持召开国务院常务会议，决定支持商业银行多渠道补充资本金，而央行、财政部、银保监会纷纷出台政策对银行永续债的发行予以实际的支持。新一轮政策窗口期下，国内银行业创新型资本补充工具已进入实质性操作阶段。



注：[1] 由于英国最终在拿破仑战争中取胜，而这一笔永续债因为需支付利息较高，后来被英国政府赎回。

一、永续债的概念和起源

永续债券又称可续期债券、无固定期限债券，是没有明确到期日的含权债券。永续债是一种古老的证券品种，最早可以追溯到 18 世纪英国政府为筹备英法战争发行了世界上第一只永续债券 [1]。1648 年，荷兰水务管理机构发行了永续债，距今已超过 370 年的历史，是现存最古老的永续债券，一直到今天都还在支付利息。

国内永续债发行从 2013 年起步，自 2013 年武汉地铁发行国内首支可续期企业债、国电电力发行永续中票、2014 年兖州煤业发行可续期定向工具、2015 年中信建投证券发行永续次级债等以来，国内已发行的永续债债券类型已经涵盖可续期企业债、可续期定向融资工具、可续期公司债、永续中票、永续次级债等多个品种。随着 2019 年银行永续债的发行，国内永续债已经覆盖到资本市场几乎所有的债券品种。

二、永续债的主要特征

永续债最直接的特点是没有明确到期日，同时还具有可赎回、偿付顺序靠后等特点，在条款设计方面与普通债券存在差异，且兼具部分股权特征。由于永续债发行主体包括非金融企业以及金融机构，二者发行的永续债特征有所区别。一般永续债具有的特征有：

第一，具有赎回条款。即发行人在条款约定时间点或某时间段内可按约定价格赎回债券。多数企业永续债发行者都会选择在存续期赎回，一般而言，赎回权的执行时间距离发行时间越近（远），永续债的债（股）性越强。

第二，偿付顺序靠后。永续债持有人的清偿顺序先于企业发行的股份，而劣后于其他债权人。在财政部永续债会计处理新规之前，企业破产清算时永续债通常与普通债券处于同一清偿顺序，没有次级属性。而金融机构永续债次级属性较强。

第三，设置有利率跳升机制。设置赎回条款的永续债通常会内嵌利率跳升机制，如果发行人未执行赎回权，存续永续债票息会自动上升。因此，一般企业永续债在赎回期赎回可能性较大。

而银行永续债的发行，主要是为了补充其他一级资本。与一般企业比，银行永续债还需要满足对资本认定的标准，因此条款设计有一些特殊性。如：

第一，具备损失吸收能力。《巴塞尔协议 III》规定，银行资本工具必须具备损失吸收能力，即拥有减记或转股条款。我国对其他一级资本的认定更为严格，要求资本工具筹集资金在会计上必须认定为权益，且减记必须是永久性减记。

第二，特殊赎回机制安排。银行永续债的赎回机制也有特殊安排：一是首次赎回时间不低于 5 年，且赎回时应得到监管机构批准；二是不得设计含利率跳升机制等有利于永续债赎回的条款；三是银行在赎回时须证明其资本充足或发行新工具替换赎回资本工具。

第三，票息支付是非强制和非累计的，发行人可根据意愿停止票息发放。

三、银行永续债的发行情况

欧美等国家在银行业资本补充工具创设上进行了较多的尝试，永续债、优先股等其他一级资本工具发展较快，市场相对成熟。2012 年以来，全球金融机构累计发行并上市的各类存量其他一级资本工具达 600 余只，累计存量规模近 5000 亿美元；其中 G-SIBs 发行且存续的其他一级资本工具累计约 165 只，累计存量规模约 2710 亿美元。

从永续债市场结构来看，国际市场上发行主体中，银行占据了大部分比例，其次为非银金融企业，其余为工商企业和政府机构。而我国永续债市场起步较晚，自 2013 年武汉地铁永续债发行以来，工商企业类永续债长期占领主导地位，直到 2019 年，中国银行永续债的发行

拉开了银行永续债的序幕。但在财政部会计处理新规后，企业永续债往往也设计带有次级条款导致吸引力下降，市场发行放缓。而商业银行永续债则可以补充银行资本，进而提升对实体经济的服务能力，受到政策的鼓励，未来发行量有望大幅增加。截至 2019 年 7 月末，已有中国银行、民生银行、华夏银行、浦发银行和工商银行 5 家银行发行永续债，发行规模达到 2300 亿元。

四、银行永续债的意义

商业银行永续债主要是为了补充银行资本实力，进而提高整体抗风险能力。金融危机之后，各国政府要求银行业提升资本质量，增强对系统性风险的防范能力。国际清算银行 (BIS) 2010 年制定了巴塞尔协议 III，确定银行资本和流动性监管的新标准。金融稳定理事会 (FSB) 则提议全球性重要金融机构应该具备比巴塞尔协议 III 更高的吸收损失能力，并于 2015 年 G20 峰会提出总损失吸收能力 (TLAC) 监管框架。

与国际同业相比，其他一级资本不足是我国资本充足率不高的重要原因，我国银行永续债和优先股等其他一级资本工具市场发展缓慢。2012 年《商业银行资本管理办法》出台之后，我国银行二级资本债和优先股相继开启，受限于严格的条件，优先股发展情况不理想。截至 2018 年末，我国银行资本构成中，股本等核心一级资本占比近八成，其次是二级资本占比 18.45%，而其他一级资本占比仅仅 3.87%，远低于国际成熟市场银行其他一级资本比重。因此，银行永续债的推出，对于丰富银行资本补充工具结构有着重要的意义，也有利于系统重要性银行应对 TLAC 资本监管压力。

此外，商业银行永续债的推出，有利于夯实银行资本基础，提升风险抵御能力，守住不发生系统性金融风险的底线。近年来，我国银行体系资产质量持续下滑，对银行资本形成了

侵蚀，金融严监管使得表外资产回表进一步加大了资本的消耗。当前宏观经济增速下滑背景下，银行整体盈利能力也难以提升，银行内源补充资本的能力有限，永续债和优先股等外部资本渠道就更加迫切。

除了银行自身内部因素以外，商业银行通过发行永续债等资本补充工具，提升资本实力，有助于释放信贷空间，加大对企业的信贷支持能力，从而有利于我国实体经济的发展。因此，2018 年以来，国家多部委支持银行资本补充工具的创新，商业银行永续债市场前景广阔。

当然，目前永续债市场还存在一些需要探讨的空间，比如投资者的接受程度、市场的完善、会计和税收具体处理办法、中小银行发行相关配套支持政策等。

资本压力下我国商业银行永续债破冰发行

■ 文 | 金融业务部 徐承远 尹海程 郭妍芳

2018 年 12 月 25 日，金融委办公室召开专题会议，研究启动永续债发行，国内商业银行资本工具补充进入了新一轮政策窗口期。2019 年 1 月 25 日，“中国银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券（第一期）”在银行间债券市场成功发行，填补了国内商业银行永续债市场的空白。首单银行永续债的成功发行，拓宽了商业银行补充其他一级资本工具渠道，有望优化商业银行资本结构，增强风险抵御能力，扩大信贷投放空间。预计国内商业银行永续债市场将进入快速发展期，主体 AA+ 级（含）以上商业银行的永续债有望成为发行主力。

商业银行资本结构亟待优化

随着金融监管加强，商业银行同业资产、理财产品非标投资面临补提资本压力，而目前银行资本补充渠道较为单一，一级资本补充工具匮乏，商业银行资本结构不尽合理。

一方面，首单永续债发行之前，商业银行优先股为补充其他一级资本的唯一工具。此前发行主体主要局限于上市银行，对于非上市银行而言难以物尽其用。根据银保监会公布的三季度数据测算，截至 2018 年 9 月末，国内商业银行核心一级资本、其他一级资本和二级资本净额占资本净额的比例分别为 78.15%、3.90%、17.95%。由于其他一级资本补充工具的不足，导致国内商业银行核心一级资本充足率十分接近一级资本充足率，资本结构合理性一般。

国内商业银行资本补充工具，尤其是其他一级资本补充工具匮乏，无疑使得商业银行陷入两难，商业银行长期以来依靠核心一级资本满足资本监管要求。如果长期依靠核心一级资本满足资本监管要求，将摊薄股东权益收益率，并将使得商业银行转移成本至实体企业，间接

提高社会融资成本。与国际银行业机构相比，假如其他一级资本补充工具缺失，也不利于国内商业银行建立竞争优势。

另一方面，2017 年以来，在金融严监管、防风险和去杠杆的政策基调下，银行规避和减少资本计提的方式受到约束。银行过往通过“伪创新”将非标投资隐藏为同业资产面临补提资本；资管新规限制理财产品非标投资，将导致表外融资回归传统表内渠道，银行计提资本规模增加。

商业银行永续债发行具有可行性

参考国际银行业，自巴塞尔协议 III 颁布以来，国际商业银行纷纷探索一级资本补充工具，包括优先股、永续债、信托优先证券、递延薪酬计划以及合伙凭证等，以优先股、永续债发行规模最大。永续债发行案例包括荷兰合作银行减记型非累积资本债券、塞浦路斯银行可转换增强资本债券、大华银行其他一级资本债券和韩国新韩金融集团混合一级资本债券等，发行期限永续或者为“10+N”模式。受益于此，截至 2017 年末，国际 G-SIBs（全球系统重要性银行）资本结构中其他一级资本的占比达到 11.3%，远高于国内商业银行其他一级资本的占比。

对比国内永续发行市场，从 2013 年 10 月武汉地铁集团有限公司发行首单永续债以来，永续债市场存量、成交量经历了快速增长，截至 2018 年 8 月末，市场存量已达到 1.39 万亿元。从发行主体来看，永续债发行人主要集中于重资产、负债率较高的高资质国企（AA+ 以上），民营企业及公众企业等占比较小。从发行领域来看，主要分布在基础设施建设、高速公路、铁路等交通运输、电力等公共事业、房地产开

发等行业。

在银行永续债方面，根据《商业银行资本管理办法（试行）》和巴塞尔协议 III 要求，其他一级资本工具必须具有次级性、对非累积的红利和息票支付有充分灵活性、没有到期日和激励赎回机制，以及损失吸收机制等条款。同时，我国《公司法》第七章第一百五十三条：“公司债券是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券”。两者期限设定方面存在矛盾，导致国内一般采取在约定赎回日发行人不予赎回则继续存续的期限模式，比如“5+N”。较为严格的工具标准、相关法规限制，是导致很长时期国内商业银行永续债没有发行的重要原因。

国内商业银行永续债市场有望进入快速发展期

在资本压力下，2018 年商业银行外源性资本补充进入新一轮政策窗口期。2018 年 2 月，央行发布 3 号公告，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。次月，多部门联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，明确支持商业银行探索资本工具创新和拓宽资本工具发行渠道，在制度法规层面，为商业银行发行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和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件。此次中国银行首单永续债成功发行，意味着商业银行其他一级资本补充工具得到实质性突破。

根据监管要求，国内系统重要性银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率需分别达到 8.5%、9.5% 和 11.5%，其他银行应分别达到 7.5%、8.5% 和 10.5%，意味着用于补充其他一级资本的永续债规模应为风险加权资产总额的 1%。根据三季度数据测算，截至 2018 年 9 月末，国内商业银行风险加权资产总额 132.10 万亿元，得出国内商业银行永续债发行规模有望达到 1.32 万亿元。在首单永续债成功发行的示范作用下，预计国内商业银行永续

债市场将进入快速发展期。

考虑到永续债等创新资本补充工具具有次级性、含减记或转股条款等设定，对发行人主体信用等级要求较高，未来永续债发行主体更多集中于主体 AA+ 级（含）以上商业银行。永续债的发行将会有效增强商业银行资本实力，提升银行资本充足水平，为其扩大信贷投放提供充足的“弹药”，从而有利于实体经济融资，对当前经济转型期实体企业发展起到稳定作用。■

配套政策陆续出台，为商业银行永续债落地保驾护航

■ 文 | 金融业务部 徐承远 李磊 郭妍芳

永续债配套政策梳理

2019.1.24

央行

1) 创设央行票据互换工具; 2) 将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入央行 MLF、TMLF、SLF 和再贷款的合格担保品范围。

2019.1.28

财政部

《永续债相关会计处理的规定》

明确永续债会计处理中到期日、清偿顺序、利率跳升和间接义务等要素。

2019.1.25

银保监会

《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》

设定保险资金投资商业银行永续债的条件:

1) 最新经审计总资产 / 净资产不低于 10000/500 亿元人民币; 2) 核心一级资本充足率 / 一级资本充足率 / 资本充足率不低于 8% / 9% / 11%; 3) 国内信用评级机构评定的 AA+ 级或者相当于 AA+ 级以上的长期信用级别。

2019.4.25

财政部、税务总局

《关于永续债企业所得税政策问题的公告》

明确永续债会计处理中到期日、清偿顺序、利率跳升和间接义务等要素。

2019 年 1 月，央行决定创设央行票据互换工具，并将合格永续债纳入货币政策工具的担保品范围，以提高银行永续债流动性。同时，银保监会放开限制，允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和永续债。此外，财政部亦出台办法明确永续债会计处理及税收政策。

东方金诚认为，商业银行发行永续债是落实《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》等政策的具体措施，同时也是提高商业银行资本实力，促进商业银行支持实体经济发展的针对性举措。相关配套支持政策出台，将加速国内商业银行永续债落地，推动商业银行永续债市场发展壮大。

配套政策的出台有利于商业银行永续债加速落地，同时亦为建立和逐步完善永续债市场奠定了基础

从条款设计来看，商业银行已发行永续债偿还顺序在二级资本债之后，优先股之前，期限为 5+N，第 5 年发行人在满足一定条件下具有赎回权，同时含有双触发的减记条款以及利息非递延支付机制。上述债项条款主要是为满足其他一级资本工具的认定标准而设计的，但对于投资者而言风险明显高于其他债项品种，特别是在国内无相关先例可循的前提下，到期赎回的可能性、减记条款是否触发、利息非递延支付的约束力等问题均会增加投资者的担忧。

在此背景下，央行票据互换工具的创设，以及将主体评级不低于 AA 的银行永续债纳入合格担保品范围，将提升商业银行永续债的投资吸引力，提高该品种二级市场的流动性。同时，银保监会放开保险机构投资商业银行永续债限制，将大大拓宽此类债券品种的投资者范

围，此举将加快商业银行永续债市场的建立和壮大。

引入保险机构投资者对促进商业银行永续债市场发展、优化资本结构具有重要意义

保险资金规模较大，期限较长，追求稳定的收益，而商业银行永续债期限要求长，且由于存在信用溢价和流动性溢价，其收益率亦相对较高，因此，保险资金作为商业银行永续债的投资者具有天然的优势。此次银保监会放开限制，支持保险机构投资符合条件的商业银行二级资本债券和永续债，引导长期稳定的保险资金进入商业银行资本体系，将有助于优化商

业银行资本来源结构。

东方金诚认为，保险资金投资商业银行永续债在国际上已十分普遍，且保险资金投资永续债在期限匹配、收益率等方面均较为契合，但由于保险资金风险偏好较低，商业银行永续债的减记、次级等条款将导致保险资金面临一定风险。因此，制定循序渐进以及差异化的投资准入标准，对于保险资金支持商业银行永续债市场的长期健康发展具有重要意义。同时，针对保险机构投资商业银行永续债在投资比例限制、偿付能力计算时的权重等问题，相关细则亦需要尽快明确。信



锐意创新
极致服务
践行中国评级梦

保险资金投资银行永续债策略研究

文 | 金融业务部 徐承远 尹海程

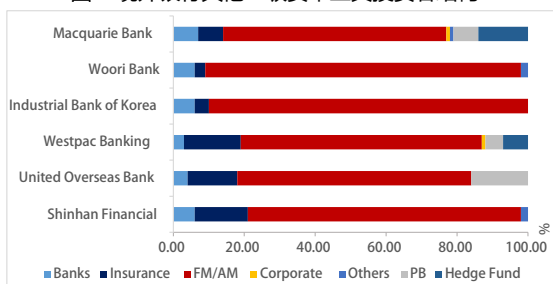
1月25日，银保监会颁发《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》（银保监发〔2019〕7号，以下简称“7号文”），允许保险资金投资商业银行永续债，进一步丰富了保险资金商业银行混合资本工具种类，对于拓宽银行资本工具投资者范围和提高银行业资本充足水平起到了重要作用。

一、银行永续债投资者的国际比较

国际上，自巴塞尔协议III颁布以来，商业银行纷纷探索一级资本补充工具，包括优先股、永续债、信托优先证券、递延薪酬计划以及合伙凭证等，其中主要为永续债，与国内商业银行只能依靠优先股补充其他一级资本明显存在差异。

国际发达国家资本项目因未受到严格管制，银行机构永续债等资本补充工具投资者范围囊括国内、国际不同区域投资者。本文选取了澳大利亚麦格里银行、韩国友利银行、韩国中小企业银行、澳大利亚西太平洋银行、新加坡大华银行、韩国新韩金融集团。

图1 境外银行其他一级资本工具投资者结构

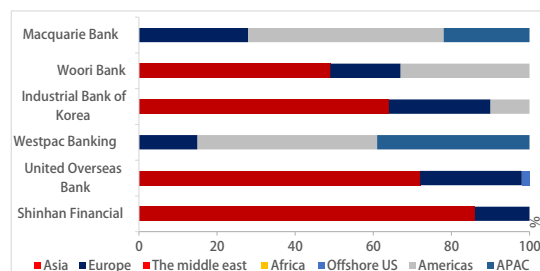


资料来源：汇丰银行，东方金诚整理

从区域分布看，境外银行其他一级资本工具投资者范围较广，这也有利于分散区域集中度风险。从持有者结构看，境外银行永续债投资者类型较多，涵盖商业银行、保险机构、资产管理机构（共同基金）、私人银行、对冲基金和企业等，其中保险机构占有一定持有份额，在各家商业银行永续债持有比例分布3%-16%，

平均占比在10%左右。参考国际案例，允许保险资金投资银行永续债，具备较强的可行性。

图2 境外银行其他一级资本工具持有者区域分布



资料来源：汇丰银行，东方金诚整理

二、新形势下放开保险资金投资银行永续债的意义

(一)、国内商业银行永续债市场亟待快速发展，为险资投资提供了选择机会

2017年以来，随着各项监管措施逐步落地，银行规避和减少资本计提的方式受到约束。而我国商业银行资本补充工具有限，特别是其他一级资本补充。

首单永续债发行之前，商业银行优先股为补充其他一级资本的唯一工具。此前发行主体主要局限于上市银行，对于非上市银行而言难以物尽其用。2019年7月19日，银保监会和证监会对《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》进行了修订，规定股东人数累计超过200人的非上市银行可直接发行优先股，鉴于优先股发行程序较长，非上市银行发行优先股还尚需时日。

其他一级资本补充工具的缺失，意味着一级资本需由核心一级资本填补，无形增加了核心一级资本充足率考核压力。一方面，如果长期以来依靠核心一级资本满足资本监管要求，将摊薄股东权益收益率，使得商业银行转移成本至实体经济，间接提高社会融资成本。另一方面，资本补充压力会导致银行风险偏好降低，削弱货币政策传导效果。商业银行探索发行永

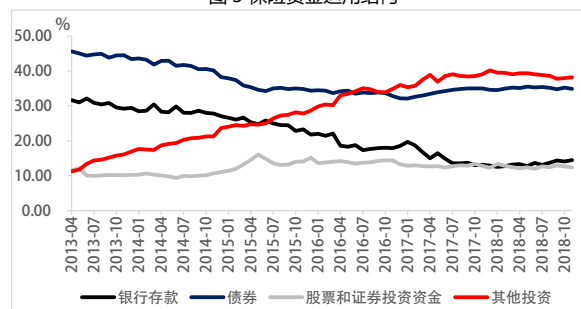
续债,将改善长期以来资本结构的结构性缺陷,进而缓解资本补充压力。

(二)、永续债特征与保险资金配置特点较为一致

1、保险资金具有“久期长、追求绝对收益、资产配置要求高”特征

保险资金为国内资本市场上最为重要的机构投资者之一,具有期限长、追求绝对收益水平、资产配置要求高等特征。进入2018年以来,随着信用违约风险逐步加大,保险公司资金运用结构中其他投资占比趋势下行,对拥有较高绝对收益水平资产需求增加。

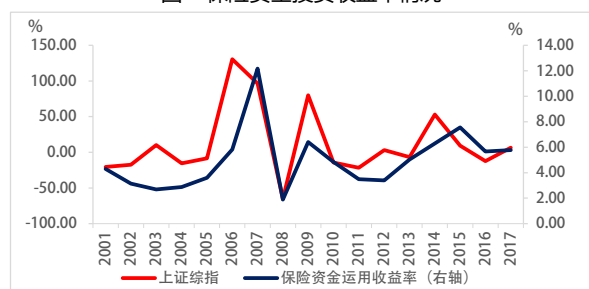
图3 保险资金运用结构



资料来源:原保监会官网,东方金诚整理

期限错配方面,保险资金投资资产以中短期为主。因可供投资资产期限的限制,国内保险公司长期以来面临资产负债久期不匹配的问题。2016年,国内寿险公司传统、分红、万能账户资产负债平均久期缺口分别为-6.2年、-8.8年、-3年,产险公司的资产负债平均久期缺口为1.2年。资产配置方面,国内保险资金投资收益率与权益性市场相关度较高,主要原因为可供配置资产种类较为稀少。

图4 保险资金投资收益率情况



资料来源:募集说明书,东方金诚整理

作为其他一级资本的补充工具,永续债存

续时间和信用风险溢价水平理论上高于次级债,与保险资金久期长、追求绝对收益水平等特征十分吻合。

2、偿二代下永续债投资价值分析

偿二代下,监管制度体系从定量资本要求、定性监管要求和市场约束机制三个维度衡量保险公司风险状况,其中偿付能力充足率被作为监管的重点。保险公司投资行为对自身偿付能力充足率的影响表现在所购买的资产类别上,不同资产要求的量化风险最低资本要求不同,且市场风险最低资本影响最大。保险公司投资银行永续债,如果将永续债归类为权益工具,保险机构投资金融机构或保险相关行业的特征系数较低(分别为-0.25和-0.2),性价比较高。即使划分为债务工具,保险机构投资银行永续债对偿付能力充足率的影响偏中性。

(三)、保险资金投资银行永续债的意义

允许保险资金投资银行永续债,在增强保险业服务实体经济能力、提高保险资金资产配置能力和建立永续债市场化投资机制方面,意义重大。

一是提高金融体系服务实体经济能力。随着监管环境发生变化,国内商业银行面临较大的资本补充压力,其中一个很重要的压力来源方面为结构性失衡问题,即长期以来依靠核心一级资本满足资本监管要求,严重影响银行服务实体经济的能力。允许保险资金投资银行永续债,将有效提升银行资本充足水平,为其扩大信贷投放提供充足的“弹药”,从而有利于实体经济融资。

二是降低保险公司资产负债错配程度。国内保险资金投资资产以中短期为主,资产负债错配风险较大。缺乏长期限的债券品种也使得保险资金长期价值没有得到应有的体现。保险资金投资银行永续债,将能在一定程度上降低资产负债错配风险。

三是建立永续债市场化投资机制。此前,因被排除在保险资金投资范围之外,导致二级资本债投资演变成成为商业银行互持,市场化投

资机制缺失。允许保险机构投资永续债和二级资本债，将向市场传递出长期投资、稳健运作的信号，有利于推动建立永续债的市场化投资机制。

三、保险资金投资银行永续债的策略分析

长期以来，保险资金被允许投资次级债、混合资本债和优先股，二级资本债未被纳入投资范围。作为一种创新品种，银行永续债与上述混合资本工具较为相似，条款设计甚至更为严格，如清偿顺序在一般债权人和次级债务之后、双触发事件减记安排^[1]、采取非累积利息支付方式等。一方面，近年来国内一般工商企业永续债市场存量、成交量经历了快速增长。一般工商企业永续债存续期与发行人持续经营存续期一致，投资者可能面临本息回收期较长的风险，导致一般工商企业永续债未被纳入保险资金投资范围。另一方面，从二级资本债来看，由于含有减记条款，导致保险资金投资信用风险上升。综合分析，银行永续债具备期限永续、减记双重安排，存在潜在的投资风险。

表 1 资本工具条款对比分析

要素	二级资本债	优先股	银行永续债	一般工商企业永续债
债券期限	固定期限	永久	永久	永久
	5 年后可赎回	5 年后可赎回	5 年后可赎回	一定期限后可赎回
资本属性	二级资本	其他一级资本	其他一级资本	-
清偿顺序	存款人、一般债券、二级资本债券、其他一级资本工具（永续债、优先股）、普通股			
利息支付	可取消、非累积	可取消、非累积	可取消、非累积	利息递延选择权、累积
触发事件	PONV 触发事件	1. CET1 触发事件 2. PONV 触发事件	1. CET1 触发事件 2. PONV 触发事件	无
吸收损失方式	减记	转股	减记	无

资料来源：募集说明书，东方金诚整理

借鉴一般工商企业永续债市场经验，保险资金投资银行永续债潜在风险包括：一是重定价周期票面利率调整风险。永续债在每个存续周期内票面利率有所差异，在市场利率降低时调整的票面利率将大概率下调。二是损失本期利息风险。银行永续债利息采取非累积利息支付方式，在发行人取消部分或全部本期利息的情形下，当期未足额派发利息不累积至之后的计息期。三是触发事件发生时本金被减记的风险。

永续债与优先股条款设置较为相似，但在 CET1 触发事件发生时，优先股通过转股安排保护投资者利益，永续债采取全额或部分减记

表 2 截至 2018 年末已发生过展期或利息递延的一般工商企业永续债

债券简称	起息日期	期限	前一期票面利率	展期/递延时间	重要票面利率
14 首创集团永续债 01	2014-11-03	3+N	5.99%	2017-09-18	4.98%
15 中电投永续债	2015-06-08	3+N	5.70%	2018-05-02	4.60%
14 首创集团永续债 02	2015-06-16	3+N	5.70%	2018-05-07	4.60%
15 北大荒 MTN002	2015-11-25	3+N	5.70%	2015-11-23	5.32%
15 山煤 MTN001	2015-09-09	3+N	7.80%	2018-08-20	8.20%
15 森工集 MTN001	2015-02-04	3+N	7.10%	2018-01-29	10.55%
15 宣化化工 MTN002	2015-05-19	3+N	5.94%	2018-05-11	9.18%
15 海南航空 MTN001	2015-10-21	3+N	5.40%	2018-10-12	8.78%
15 中城建 MTN002	2015-11-23	3+N	5.35%	2018-11-16	利息递延
17 凤凰 MTN002	2017-12-20	3+N	8.00%	2017-12-17	利息递延

资料来源：公司公告，东方金诚整理

使得投资者面临较大风险。受此影响，7 号文要求保险资金投资的银行永续债债项信用等级满足 AA+ 级及以上标准，较优先股信用等级应达到 A 级及以上标准更加严格，此外，根据 7 号文规定，保险资金投资商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券，发行人总资产应不低于 1 万亿元，净资产不低于 500 亿元，主体信用等级达到 AAA 级别，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率应分别不低于 8%、9% 和 11%，体现了监管部门审慎投资态度，并在较大程度上保护了保险机构投资利益。

因此，保险公司投资银行永续债，应对发行条款和发行主体仔细研究，重点关注发行条款强制减记安排、发行人信用风险情况和资本充足状况等。同时，保险公司应该结合自身风险偏好、负债成本特征，选择合适投资标的。

四、政策建议

结合上文分析，本文提出以下政策建议：

首先，从银行永续债市场的稳健发展角度，建议提高税收优惠以及拓宽投资者范围，提高商业银行发行动力，为保险资金投资永续债提供有利的市场环境。

其次，从保险资金投资的监管政策层面，出台并完善配套实施细则，为险资投资永续债创造便利条件。

最后，从保险公司自身方面，建议保险机构结合自身投资风险偏好，综合分析发行主体信用风险与债券发行条款，选择合适自己的投资策略。同时，保险公司还应设定较为严格的投资集中度标准，防范大额信用风险。

注：[1]CET1 触发事件指当公司核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）；PONV 触发事件代表不可生存事件发生时，包括指以下两者中的较早者：（1）银监会认定若不进行减记发行人将无法生存；（2）相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持发行人将无法生存。

商业银行永续债评级案例卡

东方金诚连续完成了市场前三单商业银行永续债信用评级工作且三单永续债市场表现良好。东方金诚商业银行永续债等创新业务评级方法初步通过市场检验。

中国银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券（第一期）

首单商业银行永续债

中国银行永续债是全国首单商业银行永续债。2019 年 1 月 25 日，由东方金诚评级的“中国银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券（第一期）”（中国银行永续债）成功发行，发行规模 400 亿元，票面利率 4.50%，全场认购倍数超过 2 倍。其成功发行意味着商业银行资本补充渠道进一步拓宽，商业银行服务实体经济的能力亦得到增强。

永续债是商业银行补充其他一级资本的重要工具，在国际上已较为成熟。中国银行永续债是国内商业银行借鉴国际经验，综合国内实际情况进行的首次尝试，具有重要的示范作用。

本次永续债采用“5+N”的期限结构设计，在第 5 年末发行人具有有条件的赎回权，其偿付顺序位于存款人、一般债权人和次级债权人之后，普通股和优先股之前，同时含有双触发的减记条款以及利息非递延支付机制。

东方金诚对发行人主体和本期债券进行了信用评级，评定中国银行主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，中国银行永续债信用等级为 AAA。

发行人（简称）	中国银行
债券简称	19 中国银行永续债 01
债券种类	商业银行永续债
发行起始日	2019-1-30
发行总额（亿元）	400.00
债券期限	5+N
主体级别	AAA
债券级别	AAA
票面利率（%）	4.50

中国民生银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券

首单股份制商业银行永续债

民生银行永续债是全国首单股份制商业银行永续债，也是继中国银行之后第二单银行永续债。2019 年 5 月 31 日，由东方金诚评级的“中国民生银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券”（民生银行永续债）完成簿记定价，发行规模 400 亿元，票面利率 4.85%，全场认购倍数超过 1.8 倍。

民生银行永续债是国内股份制商业银行借鉴国际经验，综合国内实际情况进行的首次尝试，具有重要的示范作用。

本次永续债采用“5+N”的期限结构设计，在第 5 年末发行人具有有条件的赎回权，其偿付顺序位于存款人、一般债权人和处于高于本期债券顺位的次级债权人之后，普通股和优先股之前，同时含有双触发的减记条款以及利息非递延支付机制。

东方金诚对民生银行主体和本期债券进行了信用评级，结合民生银行综合实力以及债券的权益属性，评定民生银行主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，债项信用等级为 AAA。

发行人（简称）	民生银行
债券简称	19 民生银行永续债
债券种类	商业银行永续债
发行起始日	2019-06-05
发行总额（亿元）	400.00
债券期限	5+N
主体级别	AAA
债券级别	AAA
票面利率（%）	4.85

华夏银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券

国内第三单商业银行永续债

华夏银行永续债是继中国银行、民生银行之后国内第三单银行永续债。2019 年 6 月 21 日，由东方金诚评级的“华夏银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券”（华夏银行永续债）完成簿记定价，发行规模 400 亿元，票面利率 4.85%，全场认购倍数超过 2.06 倍。

华夏银行永续债是商业银行借鉴国际经验、综合国内实际情况进行的又一次有效尝试，对商业银行利用永续债补充其他一级资本具有重要示范作用。

本次永续债采用“5+N”的期限结构设计，在第 5 年末发行人具有有条件的赎回权，其偿付顺序位于存款人、一般债权人和处于高于本期债券顺位的次级债权人之后，发行人股东持有的所有类别股份之前，同时含有双触发的减记条款以及非累积利息支付机制。

东方金诚对华夏银行主体和本期债券进行了信用评级，结合华夏银行综合实力以及债券的权益属性，评定华夏银行主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，债项信用等级为 AAA。

发行人（简称）	华夏银行
债券简称	19 华夏银行永续债
债券种类	商业银行永续债
发行起始日	2019-06-27
发行总额（亿元）	400.00
债券期限	5+N
主体级别	AAA
债券级别	AAA
票面利率（%）	4.85

东方金诚永续债信用评级方法*

永续债信用评级的定义和适用范围

永续债是发行人在债券市场注册发行的无固定到期日的债券，是兼具债权和股权属性的债务融资工具。永续债清偿顺序通常排在普通无担保债务之后、所发行的股份（包含普通股和优先股）之前，也有部分非金融企业发行的永续债条款设置为和普通债券清偿顺序一致。

东方金诚的永续债信用评级是指对发行人发行的永续债在存续期内的违约概率和预期违约损失率的综合评估，并用信用等级予以标识其偿付保障程度的活动。

本评级方法是对东方金诚各类非金融企业和金融机构评级方法的补充，适用于银行、非银金融机构以及非金融企业发行的永续债。

永续债的信用风险特征

永续债是具有资本属性的债务工具，兼有债权和股权属性，债券发行条款设计往往具有较为复杂的结构化安排。永续债结构化安排与其权益属性认定息息相关，同时也决定了其信用风险大小。

- 永续债无固定到期期限，易受外部因素影响；
- 永续债兼具权益属性和债权属性，使其受保障程度弱于普通债券；
- 永续债设有特殊发行条款，触发时可能给投资人带来损失；
- 永续债存在减记 / 转股条款，可能导致投资人出现损失；
- 发行人具有赎回主动权，投资人面临再投资风险。

永续债权益属性信用评级要素

（一）信用评级要素

永续债权益属性强弱主要受次级性 / 偿付顺序、利息支付弹性、期限及赎回 / 回售安排、利率调整机制、减记和转股条款等结构化安排影响。本评级方法对永续债的结构化安排及具体条款进行分析，判断其对永续债权益属性的影响大小。

（二）权益属性评分

根据永续债的结构化安排，对影响权益属性的条款进行具体分析，按照影响力从弱到强分为五档，分别赋值“1”、“2”、“3”、“4”、“5”，计算平均得分。

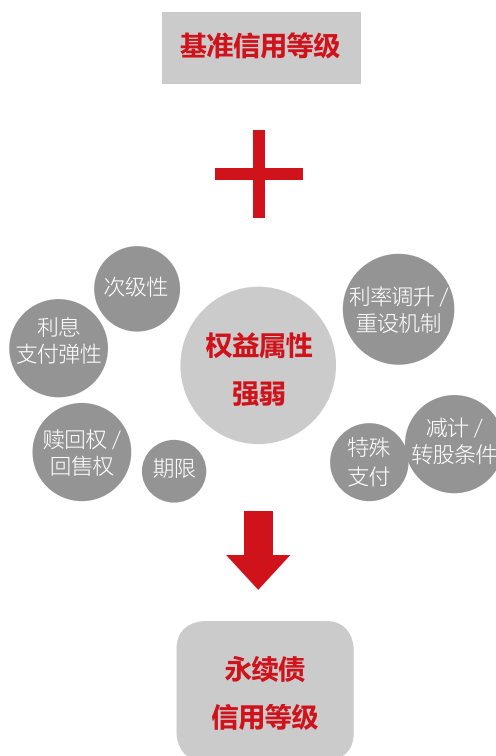
永续债信用评级模型和信用等级评定

永续债信用评级模型的核心为二维判断矩阵。该矩阵中，主体级别越高，权益属性越弱，级别调整幅度越小，随着主体级别的下降、权益属性的增强，调整幅度逐步增加。

永续债信用评级等级符号及含义

永续债的信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。

永续债评级分析框架



* 本文为永续债信用评级方法摘编



完整版评级方法
请扫描二维码查看



商业银行无固定期限资本债券创新研讨会

上海，2019年1月，中国银行 × 浦发银行



1月21日，本次研讨会由中国银行联合浦发银行在上海共同主办，中国人民银行金融市场司副司长马贱阳为会议致辞，会议围绕无固定期限资本债券监管、条款设计、其他创新工具发展、估值定价、会计核算、法律要点分析、评级方法、市场前景等展开研讨，吸引了来自金融机构的数百人参会。作为中国银行永续债的评级机构，东方金诚首席金融分析师徐承远受邀参会，就市场关心的评级核心问题进行演讲。

商业银行资本补充工具专题研讨会

北京，2019年4月，中国银行业协会 × 东方金诚 × 华泰证券



4月16日，由中国银行业协会主办、东方金诚和华泰证券联合承办的专题研讨会在京成功举行。中国银行业协会副秘书长白瑞明、东方金诚总经理金永授以及华泰证券董事总经理周继卫出席会议并发表致辞。研讨会聚焦商业银行资本补充工具的发行、市场展望、会计和税务处理、定价和估值以及信用评级等热点，吸引了60多家银行100多位机构代表参加。

东方金诚协办此次研讨会，意在总结首单永续债发行经验、探讨资本工具补充策略，相信将为后续商业银行发行资本工具、提高银行业服务实体经济能力奠定坚实基础。

2019年商业银行永续债业务沙龙

上海，2019年2月，东方金诚



2月22日，东方金诚在上海主办商业银行永续债研讨沙龙。活动聚焦资本结构性压力与政策机遇下的国内商业银行永续债市场，来自银行、保险、券商、资管等近百位金融机构代表参加。活动邀请了包括天风证券固收首席分析师孙彬彬、中国银行总行司库任鸿武、普华永道金融服务合伙人张武及税务高级经理王佳、东方金诚首席金融分析师徐承远等演讲嘉宾，分别就商业银行永续债发行市场展望、发行实务、会计和税务处理、信用评级等主题现场分享。

东方金诚举办此次活动，旨在为市场相关参与主体提供交流平台，提高投资者认识，为推动国内商业银行永续债市场蓬勃发展发挥作用。

新一轮政策窗口期开启 商业银行补充资本忙

上海金融报 周轩千

摘编：永续债短期信号意义强，徐承远指出，考虑到永续债等创新资本补充工具具有次级性、含减记或转股条款等设定，对发行人主体信用等级要求较高，同时，由于大型银行在发行成本、投资者认可程度、专业能力等方面的明显优势，商业银行永续债发行主体前期预计将集中在五大国有银行、股份制银行等大型商业银行。

2019 年银行资本“补血潮”料将持续

经济参考报 向家莹

摘编：国务院金融稳定发展委员会办公室日前召开专题会议研究启动补充资本有关问题，推动尽快启动补充资本。徐承远认为，金融委专题会议研究启动补充资本进入新一轮政策窗口期，除创新外，随着金融监管协调强化，商业银行可探索更多丰富投资品种。

央行创设 CBS 支持银行永续债发行，缓解信贷投放约束

界面新闻 陈鹏

摘编：东方金诚首席金融分析师徐承远表示，央行创设 CBS 并将主体评级不低于 AA 的银行永续债纳入 MLF 等合格担保品范围，将提升商业银行永续债的投资吸引力，提高永续债在二级市场的流动性。同时，由于保险资金期限较长，其作为商业银行永续债的投资者具有天然的优势，银保监会放开保险机构投资二级资本债券和商业银行永续债限制，将大大拓宽此类债券品种的投资者范围。此举将加快商业银行永续债市场的建立和壮大，具有十分重要的意义。

央行放大招：银行永续债数千亿陆续发行

华夏时报 肖君秀

摘编：近日，监管层为银行发行永续债扩大合格担保品范围。“由于永续债尚无先例可循，投资者对于永续债投资意愿不强，此时出台相关的配套支持政策，将有助于推动商业银行永续债市场发展壮大。徐承远分析称。

永续债起航：银行补充资本 为支持民企增实力

金融时报 赵萌

摘编：支持民企银行亟需“补血”，而在支持商业银行补充资本方面，东方金诚首席金融分析师徐承远认为，资本补充压力主要集中在两类银行：第一类是前期表外、同业等业务扩张较快，监管趋严导致资产回表或资本补计压力较大的商业银行，以部分股份制银行以及大型城商行为主；第二类是盈利能力大幅下降，内源资本补充能力明显下滑的中小银行，以部分农商行和小型城商行为主。

大行、中小行都需“补血”，资本补充压力不小

第一财经 陈洪杰 齐琦

摘编：近期各大银行都有补充资本的动作。徐承远表示，在我国金融业监管趋严，系统重要性银行，应当满足更为严格的资本要求，资本依然面临补充的压力。徐承远还指出，资产回表使银行面临一定的资本补提压力，监管层加大对实体经济的扶持力度，信贷业务的快速增长，也将加大资本补充力度。

商业银行团队

成员介绍



徐承远

金融业务部总经理
首席金融分析师



李茜

金融业务部助理总经理
商业银行团队负责人



商业银行团队

办公室召开专题会议，研究商业银行多渠道永续债发行。东方金诚首席金融分析师徐承远指出，永续债发行意味着当前商业银行资本工具补充发行永续债等其它一级资本补充工具外，探索发行转股型二级资本债券，以进一步丰

永续债发行 撬动数万亿新增贷款

永续债鸣锣开道，央行将永续债纳入了央行于条款设置较为严苛，且国内商业银行永续债券信用风险、流动性等存在一定担忧。加速国内首单商业银行永续债尽快落地，”东方金诚首席金融分析师徐承远对本

补充工具仍有创新空间

动作。东方金诚首席金融分析师徐承远对监管与国际接轨的背景下，国有大行作为系资本、杠杆率以及总损失吸收能力，当前认为，国内金融监管环境趋严，表外资本。加之监管机构持续引导商业银行加大对速扩张使得资本消耗加速，客观上需要加

银行“补血”添新工具 首单永续债“花落”中国银行 金融时报 张末冬

摘编：我国商业银行首单永续债“花落”中国银行。1月17日晚间，银保监会官网发布消息，批准中国银行发行不超过400亿元无固定期限资本债券。东方金诚研报指出，在资本补充政策鼓励下，未来永续债发行主体更多集中于主体AA+级（含）以上商业银行，永续债的发行将为银行扩大信贷投放提供充足的“弹药”，从而有利于实体经济融资，对当前转型期实体企业发展起到稳定支持作用。

大险企青睐银行永续债 投资细则有望出台 中国证券报 程竹

摘编：“此次允许保险资金投资银行永续债，将增加保险资金长期限可投资资产，降低保险公司资产负债错配程度。”东方金诚首席金融分析师徐承远指出，对保险机构来说，保险资金具有规模大、期限长等特征，尤其是近年来保险公司大力推行长期保障型产品，负债久期拉长，对长久期资产配置需求增加。对银行来说，放开保险资金投资限制，有助于扩大永续债投资者范围，为银行资本工具引入增量资金，从而缓解永续债发行难的问题。

中小银行期盼“补血” 永续债料迎密集发行期 中国证券报 彭扬

摘编：在银行业资本补充仍存较大压力的情况下，永续债发行获“偏爱”。东方金诚首席金融分析师徐承远表示，商业银行选择发行永续债补充资本，主要原因是相较于同样补充其他一级资本的优先股，永续债发行主体可扩大到非上市银行，且发行流程相对简便，有利于非上市缺乏一级资本的银行及时补充资本。

优势

- 1 凭借中国东方强大的股东背景，拥有国内最大的 Loss Metrics 违约损失率数据库；
- 2 拥有完整的商业银行、证券公司、保险公司等金融机构信用评级方法体系；
- 3 为中国银行股份有限公司、昆仑银行股份有限公司、泉州银行股份有限公司、长江证券股份有限公司、英大证券有限责任公司等200多家金融机构主体及其发行各类金融债项目提供信用评级服务；
- 4 团队成员均来自复旦大学、上海交通大学、上海财经大学等专业院校，拥有多位CFA、FRM、CPA证书持有人和参与者。

联系我们

- 商业银行团队负责人：李茜
- 021-68818921
- liqian@coamc.com.cn

二季度中央政治局会议经济工作部署解读

——下半年稳增长需求上升 政策定力超出普遍预期

■ 文 | 首席宏观分析师 王青

7月30日中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。会议认为当前国内经济下行压力加大，预示下半年宏观政策逆周期调节力度有望适度加码；而“不将房地产作为短期刺激经济的手段”表明，政策定力超出普遍预期，深挖国内需求潜力正在成为应对当前经济下行压力的主要抓手。

一、外部逆风加大，下半年经济下行压力再度受到重视

二季度以来，中美经贸摩擦波澜再起，全球经济减速态势愈发显现，外需对经济增长的贡献走低，当季国内GDP增速也降至6.2%。本次会议认为，“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大”。近期，具有领先意义的制造业PMI指数已持续处于收缩区间，预示短期内国内经济增速仍有进一步小幅下滑的可能。为此，本次会议再度提及“六稳”，并要求实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。

会议在对积极财政政策的表述中，仍延续“加力提效，继续落实减税降费政策”内容。根据国税总局数据，今年上半年全国累计新增减税降费11709亿，时序进度超过全年2万亿目标。我们判断，上万亿的减税降费对消费、投资的提振作用将在后期逐步体现，预计下半年减税降费规模仍将显著高于往年。另外，考虑到当前基建投资增速仍处低迷状态，减税降费导致财政收支平衡压力加大，不排除下半年调高地方专项债发行额度，乃至适度上调财政赤字率目标的可能。

在货币政策方面，本次会议重申“稳健的

货币政策要松紧适度”，增加了“保持流动性合理充裕”内容。预计下半年货币政策仍将延续边际宽松的总体态势，其中央行将继续通过公开市场操作保持资金面处于相对充裕状态，下半年货币市场利率还有小幅下行空间。此外，前期主要面对民营、小微企业定向滴灌的结构性货币政策还会进一步加码，定向降准、TMLF(定向中期借贷便利)及再贷款再贴现规模将继续扩大。值得注意的是，下半年为进一步疏通货币政策传导机制，降低实体经济融资成本，“利率并轨”有可能取得实质性进展。最后，考虑到当前全球货币政策正在转入宽松轨道，下半年国内实施降息的可能性也在增加。我们判断，四季度央行有可能下调公开市场操作利率。这样既可以进一步提升市场流动性充裕程度，也可结合“利率并轨”改革，引导企业贷款利率下行。

二、明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，政策定力超出普遍预期

继一季度政治局会议重申“房住不炒”后，二季度会议再度强调这一定位，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。在当前经济下行压力加大背景下，政策定力超出市场普遍预期。可以看到，今年3、4月份楼市出现小阳春，土地市场快速升温，高溢价拿地频现，这些现象已引起监管层高度关注。5月17日银保监23号文将调控扩大至房企融资端，随后房地产信托、海外发债等融资渠道全面收紧。本次会议结果表明，后期房地产市场面临的调控压力不会减轻，可能有更多地方政府出台新的控房价措施。

“不将房地产作为短期刺激经济的手段”还表明，中央对房地产泡沫可能推高系统性金融风险保持高度警惕，继续坚持要在稳增长与防风险之间把握好平衡。同时我们也认为，在经历前期房地产去库存及当前利率存在下行趋势的背景下，房地产市场本身也存在一定的周期性上行动力。这意味着下半年房地产投资（特别是能够形成 GDP 的建安投资）增速大幅下行的风险不大，而且整体经济下行压力也处于可控状态。

三、深挖内需潜力，金融开放会进一步加快

下半年贸易摩擦及全球经济放缓对我国出口的影响还将进一步显现，外需对经济增长的拉动作用趋于减弱。为此，本次会议提出要“深挖国内需求潜力”。在消费方面，会议提出要“有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”。从上半年数据来看，农村居民人均可支配收入 7778 元，同比增长 8.9%，高出城镇居民收入增速近 1 个百分点；而在消费支出方面，农村居民人均消费支出 6310 元，同比增长 8.7%，比城镇居民高出 2.3 个百分点。由此可见，在持续实施扶贫攻坚，以及农民工工资保持较快增长过程中，农村消费已成为当前国内消费的主要增长点。未来在促进农村电商消费、提高农村家电普及率等方面，预计还将有新政策出台。此外，减税降费这一改革举措对扩大消费具有重要影响，上半年个人所得税减税 3077 亿元，估计对整体商品消费的拉动率在 1 个百分点左右。

在投资方面，本次会议注意到当前制造业投资的减速态势，强调推进金融供给侧改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。我们判断，伴随“宽信用”政策逐步显效，下半年非金融企业新增中长期贷款有望结束同比少增的不利局面。6 月 10 日专项债新规出台，下半年基建提速可期。而在投资结构方面，会议强调下半年基建投资将更多聚焦在

城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，以及 5G 商用背景下的信息网络新型基础设施建设领域。这意味着传统的“铁公机”项目不再是主要发力点，重心正在转向能够促进经济转型及新型城镇化的基础设施建设。

最后，本次会议强调“加大对外开放”，后期金融开放进程可能加快。在中美经贸摩擦升温、经济全球化进程遭遇顿挫的背景下，外界普遍关注中国对外开放进程走向。对此，本次会议给出具体回应——“加紧落实一系列重大开放举措”。7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布 11 条金融业对外开放措施，内容涵盖外资金融机构参与国内金融市场业务的众多实质性变化，如开放时点前移、准入限制放宽等。未来本着“宜快不宜慢、宜早不宜迟”原则，金融开放进程还可能进一步加快，并有可能成为监管层布局金融供给侧改革的重要推动力量。■

2019 年上半年宏观经济运行分析与展望

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co., Ltd.

中央国债登记结算有限责任公司
CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.

联合发布

上半年，宏观经济运行总体平稳，GDP 实际同比增长 6.3%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 6.4%，二季度 GDP 同比增速降至 6.2%，但仍处于年初设定的增长目标区间，展现出较强韧性。三驾马车方面，消费对经济增长的基础性作用依然突出，固定资产投资增速有所企稳，进口增速降幅高于出口增速，导致外需贡献由负转正。价格方面，CPI 走势“前低后高”，但仍处温和区间，PPI 涨幅明显回落，人民币汇率季度波动较大，弹性进一步增强。政策方面，财政政策更加积极，稳健的货币政策适时适度发挥逆周期调节，金融政策牢牢把握金融供给侧结构性改革的主线，合力确保经济运行在合理区间。

展望下半年，结构升级将巩固消费在经济增长中的基础性作用，基建提速有望带动投资增速回升，净出口对经济增长的贡献率或出现下降。CPI 同比中枢将有所上移，但年度 CPI 有望控制在 3% 以内，PPI 或将进入同比负增状态，人民币汇率将在合理区间内窄幅整理。宏观政策将继续发挥逆周期调节作用，建议积极财政政策继续加大盘活存量，提高地方政府债券发行的市场化水平，稳健货币政策可通过构建完善的基准利率曲线，推动利率市场化工作取得新突破，金融政策应围绕深化金融供给侧结构性改革的主线，增强金融机构的韧性，在发展中防范和化解风险，还要实施就业优先的社会政策。通过激活力、挖潜力、增动力，促进经济社会持续健康高质量发展。

目录

一、宏观经济运行状况

- (一) 国内生产总值
- (二) 三次产业及行业运行状况
- (三) 固定资产投资
- (四) 消费
- (五) 进出口
- (六) 物价
- (七) 汇率

二、宏观经济政策

- (一) 财政政策
- (二) 货币政策
- (三) 金融政策

三、2019 年下半年宏观经济展望

四、2019 年下半年宏观政策建议



完整版内容
请扫描二维码查看

2019 年上半年资产证券化发展报告

 东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL CO., LTD.

 中央国债登记结算有限责任公司
CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.

联合发布

2019 年上半年，资产证券化市场监管细则进一步明确，在鼓励创新的同时规范市场运行。资产支持证券发行规模继续增长，其中 RMBS 延续快速扩容势头，企业债权类 ABS、基础设施收费类 ABS 发行显著提速。市场创新积极推进，首单地铁客运收费收益权 ABS、首单可扩募类 REITs、首单基于资产支持证券的信用保护工具等产品成功发行。产品信用评级仍以高信用等级为主。

一、监管动态

（一）未来经营收入类资产证券化监管事项明确

4 月 19 日，证监会发布《资产证券化监管问答（三）》，进一步明确了未来经营收入类资产证券化的有关事项。一是对未来经营收入类资产支持证券的基础资产所属领域作出明确限定，要求仅具有垄断性质或政策鼓励类行业及领域的原始权益人融资，限制电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证、物业服务费、缺乏实质抵押品的商业物业租金等类型基础资产开展资产证券化。二是对特定原始权益人或者资产服务机构持续经营能力提出严格要求，强化对基础资产运营成本覆盖情况的考量。三是明确专项计划存续年限要求，合理预估基础资产产生的现金流水平，严格控制融资规模。四是明确要求基础资产现金流应当及时全额归集，并充分保障优先级资产支持证券收益分配。

对未来经营收入类资产证券化监管标准的明确和细化，有助于完善该类产品的风险防控措施，规范业务运作，夯实发展基础。

（二）PPP 项目等三类资产证券化业务尽职调查细则发布

6 月 24 日，证券投资基金业协会发布《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》和《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》，要求重点关注基础资产涉及的交易合同，确保真实、合法、有效，同时加强对现金流归集账户的核查力度，确保专项计划建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，保证现金流回款路径清晰明确，切实防范专项计划资产与其他资产混同以及被侵占、挪用等风险。细则对于规范 PPP 项目、企业应收账款、融资租赁债权三类基础资产的尽职调查工作具有较强的指导意义，有助于提高尽职调查工作质量。

证券投资基金业协会表示，后续将按照“成熟一类制定一类”的原则制定发布其他大类资产尽职调查工作细则。预计资产证券化业务规则体系将进一步完善。

（三）知识产权资产证券化试点获推动

1 月 7 日，国家知识产权局局长申长雨表示，2019 年我国将进一步促进知识产权综合运用，促进知识产权金融服务创新，扩大知识产权金融服务范围，加快推进知识产权证券化试点。6 月 19 日，国家知识产权局发布《2019 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产

权强国推进计划》，鼓励海南自由贸易试验区探索知识产权证券化，鼓励雄安新区开展知识产权证券化融资。

相较传统证券化，知识产权证券化的最大特点在于基础资产不再是实物资产，而是无形的知识产权。在海南自贸区、雄安新区探索知识产权证券化，具有重要的“实验田”意义，有助于进一步支持小微企业融资。

（四）保险 ABS 实行“首发审核、后续注册”

6月26日，银保监会发布《资产支持计划注册有关事项的通知》称，为进一步落实党中央、国务院“放管服”工作部署，推动资产支持计划业务发展，提高监管效率和透明程度，即日起对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的支持计划实行注册制管理，即实行“初次申报核准、后续产品注册”制度。

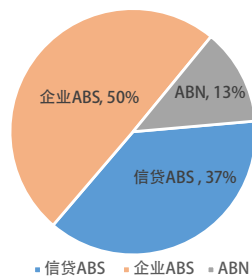
资产支持计划审批制度的简化，有利于提高发行效率，增加产品供给，丰富保险资金配置渠道，更好地服务保险业发展，同时也有利于盘活实体经济存量资产，促进融资结构调整，提升保险资金服务实体经济质效。

二、市场运行情况

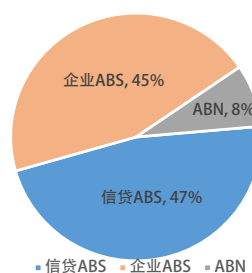
（一）市场规模快速增长

2019年上半年，资产证券化市场继续保持快速增长的态势。全国共发行资产证券化产品 9474.64 亿元，同比增长 38%，市场存量为 34312.54 亿元，同比增长 45%。其中，信贷资产支持证券（以下简称“信贷 ABS”）发行 3567.80 亿元，同比增长 17%，占发行总量的 37%；存量为 16044.37 亿元，同比增长 51%，占市场总量的 47%。企业资产支持证券（以下简称“企业 ABS”）发行 4706.70 亿元，同比增长 36%，占发行总量的 50%；存量为 15482.20 亿元，同比增长 28%，占市场总量的 45%；资产支持票据（以下简称“ABN”）发行 1200.14 亿元，同比增长 226%，占发行总量的 13%；存量为 2785.97 亿元，同比增长 169%，占市场总量的 8%。

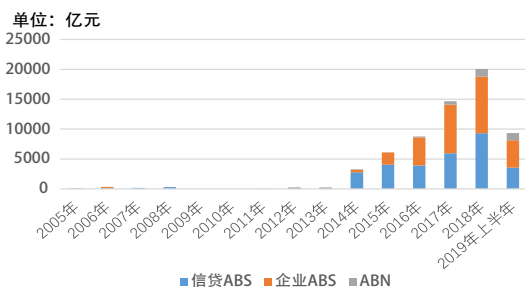
2019年上半年资产证券化市场发行结构



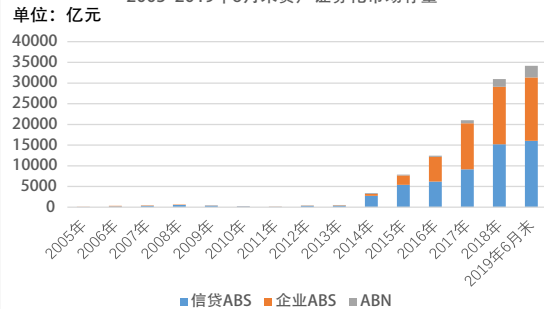
2019年6月末资产证券化市场存量结构



2005-2019年上半年资产证券化市场发行量



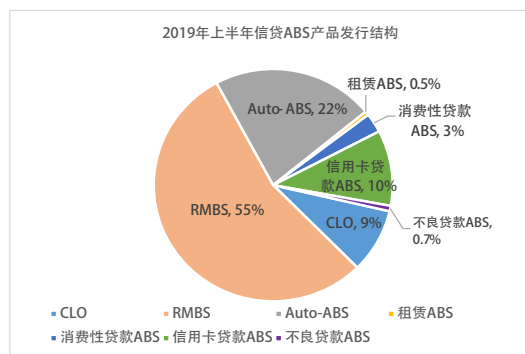
2005-2019年6月末资产证券化市场存量



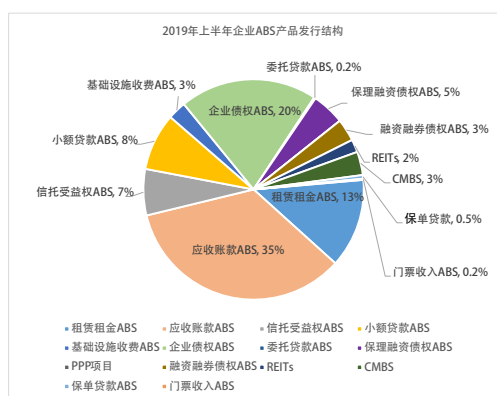
数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

信贷 ABS 中，上半年个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）延续快速增长势头，发行 1946.93 亿元，与去年同期基本持平，占信贷 ABS 发行量 55%；个人汽车抵押贷款支持证券（Auto-ABS）和信用卡贷款 ABS 分别发行 783.64 亿元和 375.13 亿元，同比分别增长 110% 和 97%，占信贷 ABS 发行量的 22% 和 10%；公司信贷类资产支持证券

(CLO) 发行 319.56 亿元，同比下降 10%，占 9%；消费性贷款 ABS、不良贷款 ABS 和租赁 ABS 分别发行 96.53 亿元、26.82 亿元和 19.20 亿元，分别占信贷 ABS 发行量的 3%、0.7% 和 0.5%。



企业 ABS 产品中，应收账款、企业债权和租赁租金类 ABS 产品上半年发行规模较大，分别为 1624.25 亿元、949.51 亿元和 615.77 亿元，占企业 ABS 发行量的 35%、20% 和 13%；小额贷款、信托受益权、保理融资债权、CMBS 和融资融券债权类 ABS 分别发行 395.34 亿元、319.66 亿元、226.09 亿元、161.68 亿元和 155 亿元，占企业 ABS 发行量的 8%、7%、5%、3% 和 3%；基础设施收费 ABS 发行 127.31 亿元，同比大增 203%，占 3%；类 REITs 发行 88.46 亿元，占 2%；由保单贷款、委托贷款、门票收入 ABS 组成的其他类产品 [1] 合计发行 43.63 亿元，占 1%。



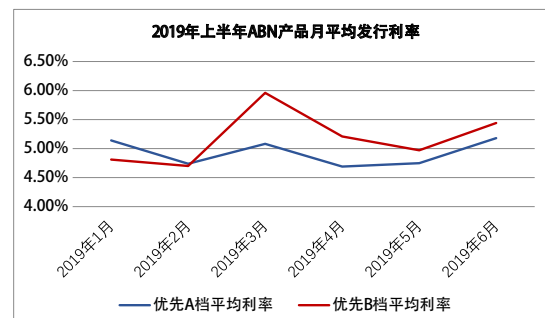
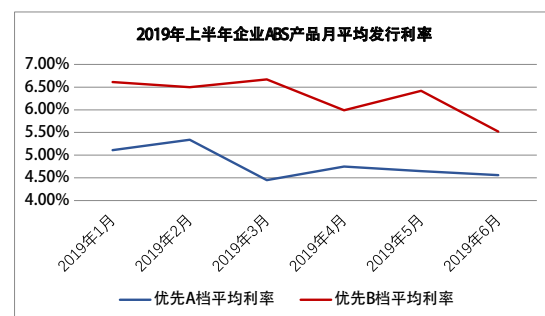
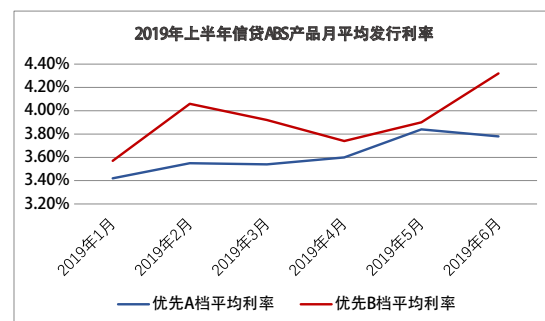
(二) 发行利率小幅分化

2019 年上半年，信贷 ABS 产品发行利率小幅上行，企业 ABS 产品发行利率小幅下行。

其中，信贷 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 5%，最低发行利率为 2.97%，平均发行利率为 3.64%，上半年累计上行 36 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 5.50%，最低发行利率为 3.20%，平均发行利率为 3.91%，上半年累计上行 75 个 bp。

企业 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 9.80%，最低发行利率为 2.94%，平均发行利率为 4.72%，上半年累计下行 55 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 12%，最低发行利率为 4%，平均发行利率为 6.29%，上半年累计下行 109 个 bp。

ABN 优先 A 档最高发行利率为 7.8%，最低发行利率为 3.3%，平均发行利率为 4.97%，上半年累计上行 4 个 bp；优先 B 档最高发行利率为 7%，最低发行利率为 3.89%，平均发行利率为 5.30%，上半年累计上行 63 个 bp。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

注：[1] 其中，保单贷款 ABS 发行 25 亿元，委托贷款 ABS 发行 10.63 亿元，门票收入 ABS 发行 8 亿元。

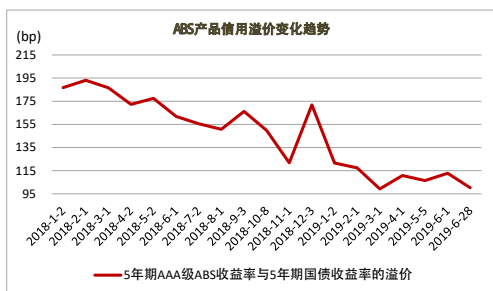
（三）收益率曲线下行，利差小幅缩窄

2019 年上半年，高等级 ABS 产品的收益率继续震荡下行。以 5 年期 AAA 级固定利率 ABS 为例，上半年收益率累计小幅下行 10 个 bp。



数据来源：中央结算公司

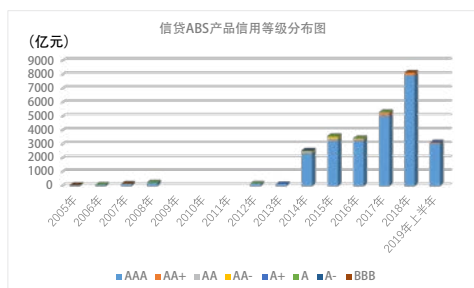
上半年同期限 ABS 产品与国债的信用溢价震荡下行。以 5 年期 AAA 固定利率 ABS 为例，其与 5 年期固定利率国债利差上半年缩小 21 个 bp。



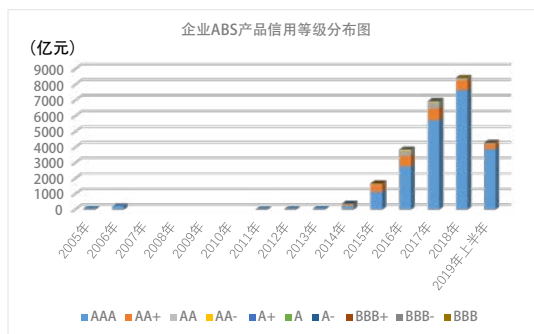
数据来源：中央结算公司

（四）发行产品以高信用等级产品为主

2019 年上半年发行的资产证券化产品仍以高信用等级产品为主。信贷 ABS 产品均为 A+ 以上评级，其中 AA 级及以上高等级产品发行额为 3136.68 亿元，占信贷 ABS 发行总量的 88%；企业 ABS 产品中，AA 级及以上高等级产品发行额为 4091.6 亿元，占企业 ABS 发行总量的 89%。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

（五）流动性同比小幅下降

2019 年上半年，资产证券化二级市场流动性较 2018 年同期小幅下降。以中央结算公司托管的信贷 ABS 为例，上半年现券结算量为 1401.20 亿元，同比增长 20.26%；换手率为 8.73%，同比下降 2.71 个百分点，反映交易活跃度同比减弱。相较中央结算公司托管债券上半年 93.77% 的整体换手率而言，资产证券化产品的流动性水平显著偏低。

三、市场创新情况

（一）RMBS 继续快速扩容

继 2018 年发行量井喷后，RMBS 在 2019 年上半年持续快速扩容，发行规模继续占据信贷 ABS 的半壁江山。对于发起人而言，由于个人住房贷款需求持续高企，而银行贷款额度紧缺且面临资本金压力，因此信贷空间腾挪、信贷资产出表的需求急切，推升了银行发行 RMBS 的意愿。对于投资人而言，RMBS 产品具有违约风险小、高度分散、安全稳定、标准化程度高等特征，基础资产质量整体优于其他类型产品，因此吸引力较强。

RMBS 的快速发展符合欧美成熟资产证券化市场的发展规律，也有助于释放银行信贷空间，节约银行资本，稳定住房贷款利率，有望成为我国住房金融改革的重要工具和房地产长效机制的有力抓手。

（二）“中债－中信证券精选高等级资产支持证券指数”发布

3 月，中债估值公司发布“中债－中信证

券精选高等级资产支持证券指数”。该指数成分券由中信证券股份有限公司提供，精选代偿期在 0.5 年和 2 年之间且债项评级为 AAA 的资产支持证券及资产支持票据，基期为 2017 年 12 月 31 日，基点值为 100。

“中债 - 中信证券精选高等级资产支持证券指数”的发布，丰富了资产证券化指数种类，有助于向投资者提供更多的业绩比较基准和投资标的。

（三）产品类型进一步丰富

2019 年上半年资产证券化市场创新继续推进，基础资产类型进一步丰富。3 月，广州地铁集团发行国内首单以地铁客运收费收益权为基础资产的 ABS 项目，总规模 31.58 亿元，同时也是“绿色主体 + 绿色基础资产”的“双绿”ABS 项目。4 月，菜鸟中联 - 中信证券 - 中国智能骨干网仓储资产支持专项计划在上交所挂牌，是中国首单可扩募类 REITs，也是首单新零售基础设施类 REITs。相较以往的分期发行模式，扩募机制简化了增发步骤、缩短了发行周期，资产可持续地注入产品。6 月，绵阳市投资控股（集团）有限公司资产支持票据发行，总规模 15.56 亿元，是全国首单国企学费收益权 ABN，为教育企业的融资渠道提供了新的参考。

上半年还推出了首单基于资产支持证券的信用保护工具。3 月，海通证券在上交所创设了标的债务为“海通恒信小微 3 号 ABS”优先 A-3 级的信用保护合约（CDS），合约覆盖占发行规模比例不超过 20%，有利于降低中间级资产支持证券的销售难度，保障整个项目的成功发行。

四、大类产品信用风险特征

（一）RMBS 运行平稳 资产池累计违约率较低

受益于资产池高度分散和充分的抵押担保特征，RMBS 信用风险总体很低。但居民房贷偿付压力上升，抵押物保障程度减弱预计对

RMBS 信用质量构成一定不利影响。

2019 年 6 月末，RMBS 资产池累计违约率绝大多数未超过 1%。RMBS 资产池贷款价值比^[2]低于 50%，且抵押物价值受益于房地产市场上升周期，较银行住房贷款资产更优质。

另一方面，近年来居民杠杆率上升较快。2018 年末，以住户部门贷款 / GDP 衡量的我国住户部门杠杆率为 53.18%，居民房贷偿付压力逐年升高。受此影响，预计 2019 年 RMBS 资产池违约风险略有升高。

受益于房地产价格上升，RMBS 资产池获抵押物保障程度较高。同时，抵押房产一二线城市 OPB 占比近年来有所降低。由于三、四线城市受人口及资源外迁，房价进入观望和调整期、货币化安置带动作用弱化因素影响未来购房需求或将下滑，房价面临一定下行压力，预计 RMBS 资产池抵押物保障作用有所减弱。

受我国商品房二级市场流动性减弱影响，RMBS 资产池早偿率逐年下降。2019 年上半年，房地产调控政策边际放松带动早偿率有所回升。下半年，房地产行业调控政策趋严，房贷利率趋升，预计 RMBS 资产池早偿率有所降低，全年保持平稳。

（二）Auto-ABS 资产池各项指标表现平稳，累计违约率较低

由于资产池高度分散和充分的抵押担保等主要特征，Auto-ABS 产品信用风险总体较低。截至 2019 年 6 月末，已清算的 57 单产品累计违约率平均值为 0.4914%；影响借款人还款能力和还款意愿的指标各年均较为平稳。

Auto-ABS 抵押车辆未办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，大部分产品通过发起机构赎回安排缓释相应风险。

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 超额利差呈整体下降趋势，部分产品设置了初始超额抵押以弥补超额利差下降影响。

注：[2] 贷款价值比 = 贷款未偿本金余额 / 贷款发放时抵押房产评估价值。

随着我国个人汽车贷款存量规模持续增加，预计 2019 年下半年 Auto-ABS 将继续保持较快发展。

（三）消费金融 ABS 增速有所放缓，产品超额利差和资产池年化早偿率较高

受现金贷遭遇强监管影响，近两年消费金融 ABS 产品发行规模增速放缓。我国居民杠杆率较高及个人征信系统不完善，导致产品累计违约率较高。因消费贷款加权平均贷款利率较高，产品超额利差和资产池年化早偿率均较高。近年来，居民杠杆率不断上升、居民消费观念向超前消费转变，新生消费力量不断涌现，预期消费金融 ABS 发行量将继续攀升；而现金贷整顿利好资质合格的持牌消费金融机构，发起机构将出现分化。

（四）融资租赁 ABS 快速发展，基础资产类型多元化，信用质量不断改善

我国交易所融资租赁 ABS 近年来快速发展。我国融资租赁 ABS 年发行规模自 2014 年的 44.75 亿元，增长至 2018 年的 1191.63 亿元，增幅达到 25 倍。融资租赁 ABS 基础资产类型按租赁性质大体可分行四类，分别为城投类、一般工商企业类、工程机械类以及汽车类。近年来，受经济下行周期以及实体经济信用上升显著升高影响，融资租赁 ABS 基础资产中，城投类租赁资产保持在较高比例，并且有所上升；一般工商企业类融资租赁业务占比显著减少；工程机械类租赁资产有所增长；汽车类租赁资产显著增长。2019 年下半年，基建投资加力、减税降费政府效果逐步显现，“宽信用”货币政策导向利好融资租赁资产。在此过程，城投类租赁资产、工程机械类租赁资产以及汽车类租赁资产信用风险将直接受益于经济总需求的改善。考虑至经济避险需求，我国融资租赁 ABS 发行仍将以此三类租赁资产为主，而一般工商企业类租赁资产占比将进一步降低。

（五）应收账款 ABS 基础资产现金流回收不确定性大

由于基础资产债务人所处行业为原始权益人下游行业，受制于原始权益人自身主营业务特性，普通贸易类应收账款 ABS 基础资产行业集中度普遍较高，部分债务人属于强周期或资金周转时间较长行业，基础资产现金流回收时间具有一定不确定性。工程施工类应收账款 ABS 基础资产债务人多为基建类及房地产公司，行业集中度很高，应收账款回款压力较大；由于监管政策、银行审批政策、开发贷截留等原因，购房尾款类应收账款基础资产回款时间和金额的不确定性较大；贸易融资类应收账款 ABS 基础资产集中度较高，但由于基础资产均以信用证、保理、保函等贸易金融产品嵌入银行信用，资产信用质量很高。

2018 年及 2019 年上半年，以房地产企业为核心债务人的供应链金融产品发行规模占比分别为 83.43% 和 63.44%；和 2018 年相比，以房企为核心债务人的产品占比有所下降，但仍为此类产品发行主力。2019 年以来，在融资方面，房地产企业融资政策持续收紧，对核心债务人的经营和财务情况以及支持证券信用风险的影响较大。

（六）公寓、物流园区等新业态 ABS 快速发展，租金下滑趋势放缓

2018 年，全国零售物业租金下滑趋势放缓，一线城市及部分二线核心城市租金价格甚至出现小幅回升，零售物业风险整体可控；因写字楼地区聚集效应更为显著，加之各城市间产业结构及经济增速差异，2018 年各城市写字楼表现差异较大，未来需警惕部分城市写字楼空置风险。物流类资产运营成本低，客户结构简单，租赁期长，现金流稳定，加之受益于电商零售业务快速发展所带来的仓储需求，逐渐受到市场投资者认可，公寓及物流园区类不动产 ABS 发展迅速，随着首单基础设施类 REITS 的出现，不动产 ABS 底层业态更趋丰富。此外，不动产 ABS 储架发行规模保持增长，随着扩募机制的创新与突破，不动产 ABS 产品发行效率将有望提升。■

2019 年下半年大类资产配置展望

——经济承压下行，资产波动为主

■ 文 | 研究发展部 于丽峰 冯琳

主要观点：

上半年大类资产表现回顾：2019 年以来，国内金融环境由 2018 年的“宽货币 + 紧信用”转向“宽货币 + 宽信用”，带动一季度人民币资产集体上涨；二季度受货币宽松步伐边际放缓和外部不确定性上升影响，权益类资产回调，利率债波动加大，但受益于宽信用政策发力见效，信用利差持续压缩。

下半年经济形势及政策环境展望：受全球经济放缓、国内需求疲弱影响，下半年国内经济下行压力仍然较大，宏观政策稳增长需求上升。为此，货币政策在逆周期调节中首先要发挥总量调节作用，“宽货币”政策取向不会明显收敛。同时，下一步着眼于稳投资、稳预期等考虑，监管层或将加大“宽信用”政策力度，在保持市场流动性整体充裕的同时，通过实施对中小银行定向降准，以及加大 TMLF 操作规模等方式，进一步疏通货币政策传导渠道，推动流向实体经济的信贷规模增长，并重点向民营、小微企业定向滴灌。

下半年大类资产表现展望：下半年货币信用环境将延续“宽货币 + 宽信用”组合，同时考虑到以 M2 和社融为代表的金融数据已企稳反弹，货币宽松进入观察期，宽松节奏和力度将依据经济金融数据表现而相机抉择、预调微调。在此背景下，预计下半年各大类资产表现将呈现趋势减弱、波动增强的特点，同时资产内部板块分化将有所加大。

主要机构资产配置展望：在去年底风险偏好极端压制的情况下，权益类资产性价比凸显，2019 年上半年权益类资产获机构增配。经过股债债跌加之内外外部风险加大压制，股债性价比重回平衡。在经济增长继续承压、政策相机抉择的背景下，下半年各类机构可能在利率债的阶段性机

会、信用利差继续压缩中的低等级城投、民企债挖掘和股市的长期战略性机会等方面加强配置。

风险提示：经济走势与预期不一致；中美贸易谈判进展偏离预期；中小银行和非银负债扩张受限带来的信用收缩；国际油价大幅上行导致通胀超预期；美股大幅下行风险等。

目录

一、2019 年上半年资产表现回顾

1. 在经历一季度的普遍上涨后，二季度主要大类资产出现回调
2. 股债比价重回平衡

二、下半年经济形势和政策展望：外部“逆风”加大，国内逆周期政策对冲或将加码

1. 外部“逆风”加大，下半年经济增长继续承压
2. 需求走弱叠加基数抬升将缓解通胀上行风险，年内通胀压力依然可控
3. 货币政策将维持宽松基调，“宽信用”政策有望进一步加码

三、下半年大类资产配置展望

1. “宽货币 + 宽信用”环境下的大类资产历史表现
2. 基本面和政策面不确定性较大，利率债波动为主
3. 信用利差整体收窄，等级利差可能走阔
4. 股市风险偏好修复结束，等待基本面接力

四、主要投资机构资产配置现状及展望

1. 商业银行非标投资回归贷款和债券趋势明显
2. 银行理财大幅增配信用债
3. 保险公司上半年增配股票，减配债券
4. 货币型公募基金占比下降



完整版内容
请扫描二维码查看

2019 年中期信用债市场回顾与展望

—— 信用债市场有望保持回暖势头 市场分化与违约多发还将持续

■ 文 | 研究发展部 王青 冯琳

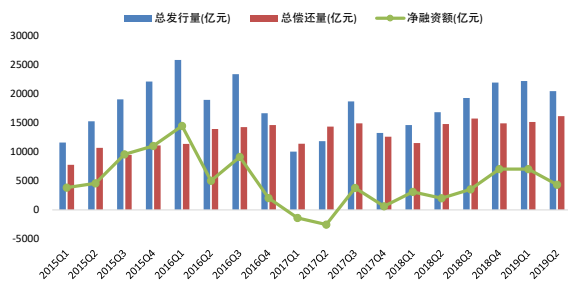
摘要：上半年，信用债发行规模与净融资额大幅上升，发行成本明显下行，但市场分化依旧，“爆雷”频现引发广泛关注。这些看似矛盾的场景背后，是经济下行压力加大驱动货币政策边际放宽，“宽货币”向债市传导效果显现；但与此同时，企业经营还在经历一段“熬冬”过程，部分弱资质民企违约风险集中暴露。展望下半年，驱动债市运行的主导逻辑有望延续，“整体回暖、结构分化、违约多发”组合还将持续一段时期。

一、2019 年上半年信用债市场回顾：发行持续回暖，利差整体改善，结构分化依然明显

1. 信用债发行整体延续回暖

受益于宽松货币环境和宽信用政策效果的渐进释放，2019 年以来信用债发行整体延续回暖态势。上半年共发行信用债 42,700 亿元，较去年同期增长 35.7%，净融资额为 11,362 亿元，为去年同期的 2.2 倍。分券种来看，上半年信用债各券种发行量和净融资额均高于去年同期。其中，短融、中票和公司债发行量同比增幅均在 2,000 亿元以上；净融资方面，上半年中票和公司债净融资额同比均增加逾 1,000 亿元，定向工具净融资额实现转正，企业债净融资额则依然为负，但负增长规模明显少于去年同期。

图 1 信用债发行与到期情况



资料来源：募集说明书，东方金诚整理

不过，与 2016 年债券发行高峰期相比，当前信用债市场融资功能仍未完全修复，主要受

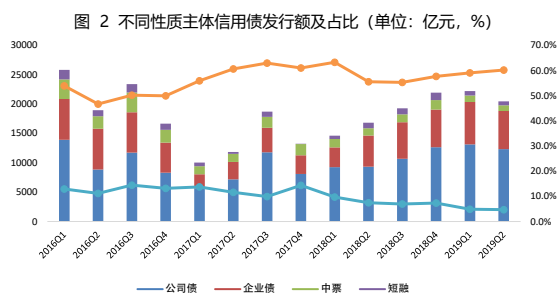
以下几方面因素影响：一是发行主体资质下沉缓慢，低等级主体发行仍面临较大困难，民企债净融资额依然为负；二是今年以来商业银行信贷额度有所放宽，地方政府债发行规模远超往年同期，信贷和地方政府债放量对信用债产生一定的挤出效应；三是房地产企业等特定主体新债发行仍然面临约束。

2. 发行主体资质下沉缓慢，民企债券融资依然困难，发行期限有所拉长

受益于投资者风险偏好的边际修复，2019 年以来信用债发行主体资质已出现下沉迹象。但在中低等级债券违约仍不断发生影响下，弱资质主体债券发行仍面临较大难度，发行量和净融资额占比依然偏低；发行利率和认购倍数等方面也表明，投资者对下沉资质仍保持谨慎。与此相对应，上半年民企债发行未见起色，发行量不升反降，净融资额依然为负（-785 亿元）。在政策呵护下，当前民企债发行困境仍未得到改善，部分源于前期民企纾困政策主要集中在行业龙头等经营良好但出现暂时资金紧张的企业，诸多弱资质主体难以获得政策的直接利好；同时，上半年中低等级民企债违约依然多发，引发投资者对未来违约风险的担忧，对民企债规避情绪仍然较重。

值得一提的是，2019 年以来，在基建稳增长需求上升背景下，城投平台——主要归类为地方国企——合理融资需求得到政策支持，融资环境边际好转，对信用债发行的整体回暖贡献明显。同时，由于政策环境驱动城投信仰巩固，今年以来投资者下沉资质主要聚焦城投债。在此背景下，上半年低等级城投债发行量回升、净融资转正，成为同期信用债发行主体资质下沉的主要贡献因素。

注：[1] 本文所指信用债为非金融类信用债，包括企业债、公司债、中期票据、（超）短期融资券和定向工具。

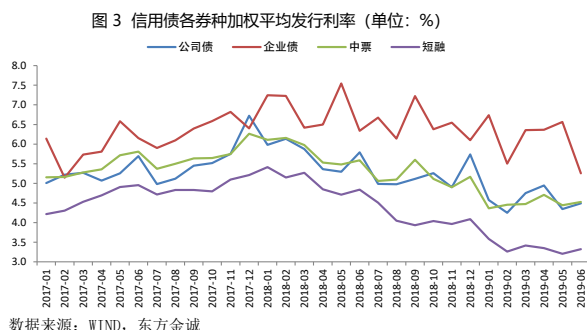


资料来源: WIND, 东方金诚整理

从信用债发行期限结构来看,上半年 1 年期以内 (含 1 年) 的短期债券发行占比较去年同期有所下降,同时,1-5 年期中长期债券发行占比有所上升。由此,上半年各月信用债加权平均发行期限在 2.7 年左右波动,与 2018 年相比有所拉长,也在一定程度上反映了市场风险情绪的好转。

3. 资金面宽松带动信用债发行利率整体下行

2019 年上半年,货币政策环境整体宽松,资金利率波动中枢进一步下移,带动信用债一级发行利率震荡走低。6 月,公司债、企业债、中票、短融等主要券种加权平均发行利率较去年 12 月分别下行 122.09BP、84.35BP、63.95BP 和 76.34BP,较去年 6 月分别下行 127.45BP、108.06BP、106.11BP 和 151.55BP。这表明“宽货币”向债市传导效果较为明显,各类发行主体债券融资成本普遍下行。同时,这也意味着,相对于同期贷款利率持稳和非标利率高企,债券融资的性价比有所提升。

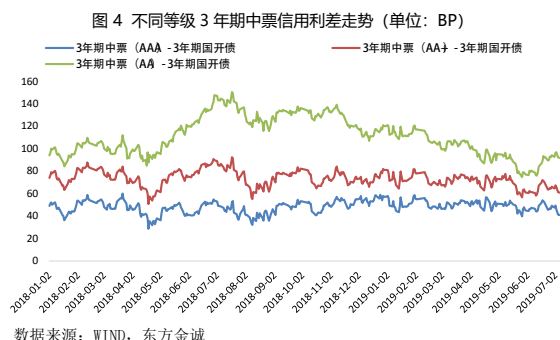


数据来源: WIND, 东方金诚

4. 信用利差整体改善,内部分化依然明显

2019 年上半年,信用债市场收益率震荡走低,信用利差整体收窄。以 3 年期中票为例,6 月末 AAA 级、AA+ 级、AA 级中票利差较上年末分别下行 7.89BP、14.89BP 和 25.89BP。其中,

低等级债券利差改善幅度更大,显示等级间信用分化有所缓和。值得一提的是,5 月底包商银行被接管事件发生后,市场风险偏好明显下降,信用利差普遍走阔;但自 6 月中旬起,中高等级信用债利差已有所回落,而低等级信用债利差的修复仍然有待市场风险偏好的改善。

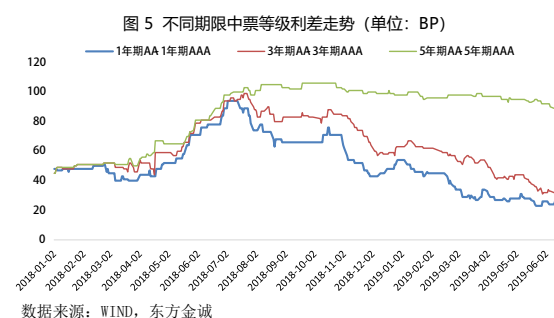


数据来源: WIND, 东方金诚

等级利差方面,上半年信用债等级利差整体修复。以中票为例,6 月末 1 年期、3 年期、5 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较上年末分别下行 5.0BP、18.0BP 和 11.0BP。但从走势来看,以包商银行被接管事件为分界点,上半年可划分为两个阶段。

第一阶段: 1-5 月等级利差收窄趋势明显,5 月末 1 年期、3 年期、5 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较上年末分别下行 28.0BP、31.0BP 和 6.0BP。其中,短端等级利差收窄幅度较大,长端收窄幅度较小,反映市场对低等级主体信用风险的长期观点依然谨慎。

第二阶段: 5 月底包商银行事件发生后,市场风险偏好下降,6 月信用债等级利差大幅上行,且短端等级分化更为明显,长端受影响不大。6 月末 1 年期、3 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较 5 月末分别扩大 23.0BP 和 13.0BP,5 年期 AA 级与 AAA 级中票利差则小幅下行 5.0BP。



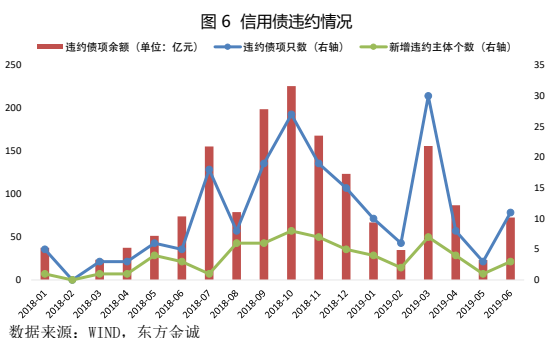
数据来源: WIND, 东方金诚

注: [1] 本文所指信用债为非金融类信用债,包括企业债、公司债、中期票据、(超) 短期融资券和定向工具。

期限利差方面，由于投资者流动性偏好上升，短久期债券更受青睐，上半年信用债期限利差明显走阔。以中票为例，6月末AAA级、AA级中票3Y-1Y利差较上年末分别上行25.93BP和12.93BP，AAA级、AA级中票5Y-1Y利差较上年末分别上行33.96BP和27.96BP。不过，从走势来看，4月下旬以来，主要受国债期限利差下行带动，信用债期限利差有所收窄。

二、2019年上半年信用债违约情况回顾：违约风险边际趋缓，违约事件仍处散点多发状态，民企债“爆雷”受到广泛关注

2019年上半年，债券市场共有68只债券违约，违约债券余额为411.0亿元，新增违约主体21家^[3]，与去年下半年违约高峰期相比，分别下降35.85%、53.63%和36.36%，违约风险呈现边际缓和趋势。但与历史同期相比，今年以来信用债违约仍处多发状态，上半年违约债券只数、违约债券余额和新增违约主体个数较去年同期分别提高209.09%、96.75%和110.00%。



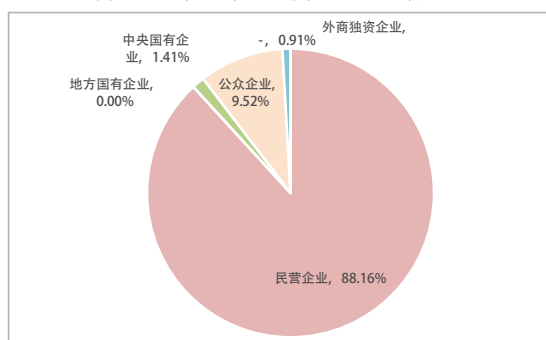
1、违约多分布于竞争性领域，行业间关联度不大

2019年上半年新增违约主体分布于食品加工与肉类、综合类、基础化工、服装服饰与奢侈品、环境与设施服务等14个行业^[4]，行业分布较为分散，单一行业违约规模不大，且行业间关联度较弱，不足以对整个行业造成系统性影响。

2、违约仍多发于民营企业，融资条件收紧叠加企业流动性恶化是主要诱发因素

从企业属性^[5]来看，2019年上半年违约企业主要为民营企业，违约债券余额占比高达88.16%。上半年21家新增违约主体中，除中信国安为公众企业外，其余20家全部为民营企业，占比高达95.24%。上半年诱发违约事件的主导因素未发生根本改变，“宽货币”向“宽信用”传导虽已初见成效，但处于融资链条末端的民营企业融资条件改善并不明显。同时，今年以来经济下行压力加大，企业自身动能不足、盈利能力承压，内外部流动性恶化造成资金链断裂，进而引发违约。此外，伴随中民投、中信国安等大型知名企业违约，债市“爆雷”正在引发社会各届的更大关注。

图7 2019年上半年各企业属性违约债券余额占比情况



三、2019年下半年信用债市场展望：融资环境有望继续获得政策支持，信用分层现象或有所加剧，三类企业违约风险值得重点关注

1、发行延续回暖，收益率料将震荡下行，利差分化仍将持续

展望下半年，经济下行压力犹存，货币政策将延续边际宽松态势。预计央行将继续通过定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，引导金融机构对民营、小微企业等薄弱环节“定向滴灌”；另外，旨在降低企业融资成本的“利率并轨”也有望在下半年取得实质性进展；最后，在全球货币政策转入宽松轨道的背景下，四季度央行有可能下调公开市场利率。整体上看，下半

注：[3]2019年上半年发生违约的13云中小债，发行人包括6家云南中小企业，此处记为一家。

[4]行业分类以Wind行业分类中四级分类为标准。

[5]企业属性以东方金诚违约数据库分类标准为准。

年政策环境将保持“宽货币+宽信用”基调，信用债发行会延续回暖势头。值得一提的是，6月10日专项债新规出台，下半年基建提速将推升平台融资需求，城投债发行上升也会拉动整体信用债发行放量。但在经济下行压力加大、市场风险偏好较低背景下，民企债发行及净融资能否跟上市场回暖趋势仍有待进一步观察。

二级市场方面，下半年利率债市场将呈现牛市震荡格局，这将带动信用债收益率波动下行。当前高等级信用债利差已处较低水平，进一步收窄的空间有限，而中低等级信用债利差修复过程还将面临市场风险偏好的制约。具体来看，5月底发生的包商银行事件直接冲击了同业刚兑信仰，引发银行间市场流动性分层和信用分层，并传导至信用债市场，导致等级间利差走阔。我们判断，未来这一态势可能还将持续一段时间。由此，随着市场对低等级债券的态度趋于谨慎，上半年投资者采取的“短久期+中低等级城投”策略，在下半年或将更多转向“长久期+高等级”，未来利差走势将呈现出高等级债券期限利差压缩、中低等级债券利差难下，以及等级利差持续分化的特征。

2、信用风险延续边际缓和，三类主体违约风险值得重点关注

下半年，结构性货币政策对民企的定向滴灌力度还将加大，预计新增违约主体数量会延续边际缓和趋势。但另一方面，在包商银行事件导致信用分层，房地产等行业融资政策收紧，以及到期偿还压力加大等因素影响下，部分主体的违约风险还会继续暴露。

从信用债到期规模来看，截至7月31日统计，2019年下半年信用债总偿还量为33,566亿元，高出上半年2,228亿元，也高出上年同期2,895亿元。其中，到期偿还量增长较为明显，提前兑付量和回售量有所下降。由此，下半年信用债需要进行兑付或滚续的总量进一步增加，再融资压力相应加大。我们判断，下半年需重点关注弱资质民企、低等级城投及部分

中小房企的再融资压力及违约风险。

(1) 民企方面，下半年民企债到期压力较大，违约多发状况难以避免。截至7月31日统计，下半年民企信用债总偿还量为3,346亿元，比上半年多出514亿元。当前民企债发行仍面临较大困难，包商银行事件对依赖结构化发行的民企债也产生很大影响，民企信用利差大幅走阔，再融资压力抬升。同时，下半年宏观经济下行压力加大，PPI有可能负增，多处中下游的民企将面临较为严峻的市场环境，企业经营、盈利水平或将承受更大压力。最后，今年以来民企风险事件频繁发生，除反映流动性压力外，民企内部经营管理不善、实控人风险频发等问题也有所暴露，财务造假、粉饰报表等事件引发市场热议，这些因素都不利于市场对民企的风险偏好修复。

(2) 城投方面，考虑到基建补短板还将借重城投，加之公募债券违约影响较大，城投平台有动力腾挪其他债务空间以优先偿还公募债，下半年城投公募债券违约的可能性依然很小。不过，包商银行事件后，低等级城投债券的结构化发行同样受到冲击，相关主体再融资能力值得关注。特别是从四季度开始，低等级城投非标到期量明显增大，预计后期城投非标违约将继续频繁发生。

(3) 房地产企业方面，7月中央政治局会议明确强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这意味着除非下半年经济下行压力显著超出预期，否则大幅放松房地产调控的可能性很小，房企融资仍将面临政策约束。同时，下半年地产债和房地产信托到期量依然较高，尤其是低等级房企到期压力加大，违约风险同样呈现边际上升的趋势，接下来需重点关注主要依靠高杠杆维持运转且融资能力较弱的中小房企。不过，我们也认为，在经历前期房地产去库存，以及当前利率进入下行过程的背景下，房地产市场本身存在一定的周期性上行动力，行业系统性信用违约风险可控。■

2019 年上半年我国绿色债券市场回顾与下半年发展展望

—— 上半年绿色债券市场回暖，公司债发行数量及规模首夺魁

■ 文 | 东方金诚信用 绿色金融部 方怡向 闫娜 张瑶瑶 高东

摘要：

上半年绿债发行数量及规模较同期均大幅增长，绿色公司债发行数量及规模首超金融债夺魁：2019 年上半年境内绿色债券累计发行 84 只，发行规模 1311.81 亿元，发行数量及规模较去年同期相比分别大幅增长 75% 和 150%，绿色公司债首次超越绿色金融债成为自我国绿债市场启动以来半年度统计中发行规模和发行数量占比最高的券种，发行数量和规模占比分别为 28.57%、31.80%。

二级市场交投活跃，绿色金融债交易规模大：上半年，境内“贴标”绿色债券在二级市场现券交易额累计达 2519.87 亿元，较 2018 年上半年大幅增长 157%，绿色债券二级市场交投活跃。绿色金融债交易规模占据明显优势，交易规模达 1883.88 亿元，占比高达 74.76%。

绿色债券具有发行成本优势：2019 年 1-6 月境内发行 71 只“贴标”绿色债券^[1]，发行利差平均值为 182BP，中位值为 140BP，绿色债券发行利差总体处于相对低位。与上半年境内相同券种的 3489 只非“贴标”债券相比，2019 年 1-6 月发行的绿色债券发行利差中位值比非绿债券低 28.45BP。



完整版内容
请扫描二维码查看

目录

一、一级市场情况回顾

- （一）发行数量及规模同比均大幅增长
- （二）发行场所趋向多样，银行间市场与证 券交易所平分秋色
- （三）绿色公司债发行数量及规模首夺魁，债券类型更趋均衡
- （四）发行期限以 3 年期和 5 年期为主，超 7 成采用第三方绿色认证
- （五）债项及主体级别集中于 AA+ 和 AAA
- （六）发行主体向地方国企和央企集中
- （七）京苏粤三地合计发行规模占据全国绿债发行的半壁江山

二、二级市场交易情况回顾

- （一）绿色债券现券交易规模
- （二）交易活跃度分析

三、绿色债券发行成本分析

- （一）绿色债券发行利差分化明显
- （二）多数绿色债券具有发行成本优势

四、重点政策 & 市场动态

- （一）九部门联合制定生态保护补偿行动计划，多地生态保护补偿机制加速落地；
- （二）绿色金融支持力度重磅加码，绿色金融发展全面开花结果

金融机构环境信息披露标准有望落地，环境信息披露工作稳步推进

六、绿色债券发展展望

- （一）监管日趋规范，标准日渐统一，绿色投融资市场基础设施建设正日趋完善
- （二）绿色金融跨领域拓展将不断深入，或加速国际化进程
- （三）绿色债品种日渐丰富，绿色市政债，绿色可交换债等创新产品不断涌出

注：[1] 此处去除了绿色资产支持证券和绿色资产支持票据。

2019 年下半年利率债市场展望

——经济下行与货币宽松伴行 “债牛” 行情未尽

■ 文 | 研究发展部 王青 冯琳

摘要：

上半年利率债市场回顾：

一级市场：今年新增地方债额度增加，发行进度前移，推升上半年利率债供给，但因资金面整体宽松，发行利率保持低位波动。

二级市场：上半年基本面对债市形成支撑，但阶段性扰动因素增多——经济增长在短暂企稳后再度转入下行，中美贸易摩擦风险呈现先缓和后升级特征，通胀压力则表现为前低后高。同时基本面对债市的扰动又因政策随其边际调整而进一步强化，资金面波动性也明显提升。因此，上半年市场预期变化较快且分歧加大，债市呈现震荡走平格局。

下半年利率债市场展望：

下半年利率债市场将呈现牛市震荡格局，长端收益率下行空间大于短端，收益率曲线或将趋平。

下半年经济下行压力要求货币政策继续发挥逆周期调节作用，同时美联储降息预期升温引领全球央行开启新一轮宽松周期，为国内宽松打开空间，预计央行货币政策将维持宽松基调，流动性将保持充裕状态，继续对债市形成支撑。

政策不搞“强刺激”预期下，基本面偏弱、通胀压力趋缓意味着长端收益率易下难上。同时，中美长期国债利差已走扩至超出舒适区间上限，也为国内债市长端收益率的下行打开空间。不过，下半年中美贸易谈判仍存变数，基本面面临较大不确定性，市场预期仍将处于不断修正过程，债市收益率波动性仍然较大。

风险提示：

中美贸易谈判进展超预期，逆周期政策托底超预期，国际油价大幅上行导致通胀超预期，均可能对债市形成一定压力。

目录

一、2019 年上半年利率债市场回顾

（一）地方债发行放量推升利率债供给，资金面宽松支撑发行利率低位波动

（二）收益率震荡走平，上半年利率债市场趋势性减弱，波动加大

二、2019 年下半年利率债市场展望

（一）基本面走弱背景下，利率债收益率易下难上

（二）年内通胀压力依然可控，不会对货币政策产生明显掣肘

（三）宽松货币政策不搞“大水漫灌”，资金利率下行空间有限

（四）下半年地方债供给压力趋缓，金融机构打破刚兑利好利率债需求

（五）中美利差重回舒适区间，利率下行的外部约束减弱



完整版内容
请扫描二维码查看

7月熊猫债专题研究

——人民币汇率波动弹性适度增强，熊猫债发行质量料将稳步提升

文 | 国际团队负责人 常征 研究发展部 丛晓莉

市场动态追踪

1. 发行市场规模

受国际市场风险演化加剧、美联储下调利率、境内外利差持续走阔等因素影响，熊猫债发行市场短暂降温，7月无新发行熊猫债券。

图1 熊猫债发行额比较



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2. 发行主体分类

表1 熊猫债发行主体类型比较（截至2019.07.31）

主体类型	数量 (个)	累计发债只数 (只)	累计发行总额 (十亿元)	规模占比 (%)
外国政府类机构	7	10	21.0	6.1
国际开发机构	4	8	10.5	3.1
境外非金融企业	45	151	264.3	77.4
境外金融机构	14	23	45.6	13.4
总计	70	192	341.4	100

数据来源：万得资讯，东方金诚研究

影响因素分析

1. 人民币汇率预期

7月在美联储降息决定揭晓之前，人民币汇率以震荡运行态势为主。由于国际市场已提前消化了美联储7月底降息的预期，美元指数本月稳步走高，美元兑人民币汇率呈现小幅横盘波动走势。

图2 人民币汇率预期与熊猫债发行走势



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

7月无论是人民币汇率中间价还是离岸市场美元兑人民币 NDF，均持续于 6.90 一线窄幅震荡。7 月份人民币中间价累计微幅贬值不足 0.03%，月末收于 6.8841。在美元指数走强的背景下，人民币汇率总体保持稳定，不仅展现了人民币汇率的韧性，也表明外汇市场预期有合理分化，因而人民币汇价未呈现明显的上行或下行趋势。

我们注意到，6 月份以来，随着人民币汇率调整动能的持续释放，汇价已重新进入双向波动格局。尽管当前外部环境不确定性因素交织，但支撑人民币汇率保持合理均衡水平上基本稳定的因素仍然较多。首先，中国经济运行总体平稳的态势能够为人民币汇率保持总体稳定提供支撑；其次，中国资本市场持续深化的改革开放，有助于拓展外汇市场的广度和深度；另外，宏观层面充足的政策空间将增强市场信心，维护外汇市场的良性秩序。总体来看，短期内人民币汇率出现持续大幅单边走势的可能性极小，人民币汇价弹性有望适度扩大。

2. 中美利差追踪

中美利差延续高位区间运行，7 月末收于

逾 113 个基点。6 月下旬以来，市场对美联储降息预期的进一步巩固，叠加国际贸易争端可能削弱全球经济增长的担忧情绪持续发酵，以及一系列宏观和地缘政治风险因素影响下，美国十年期国债收益率维持低位，7 月 3 日已触及 1.96% 的低点。

图 3 中美利差与熊猫债发行走势



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2019 年 8 月 1 日（北京时间），美联储下调联邦基金利率 25 个基点至 2.0-2.25%，同时宣布提前两个月结束缩表计划。美联储采取的“预防性”降息行动，与近期美国经济的弱化趋势、全球经济放缓，以及贸易紧张关系带来的不确定性上升，均有一定关联。美联储的降息，标志着全球货币政策正式转入宽松轨道；而国内方面，中国央行并未立即跟进降息，境内外利差水平保持高位。在境外发债成本回落过程中，熊猫债的相对成本优势缩减，国际发行人的在岸人民币融资热情有所削弱。

短期来看，美国经济仍存在减速风险，若贸易摩擦未现明显缓和，不排除美联储年内进一步降息的可能性。与此同时，中国国内货币政策边际宽松的空间进一步扩大，接下来央行可能继续推进结构性货币政策，或将通过调降公开市场操作利率的方式，结合“利率并轨”改革，推动企业贷款成本出现实质性下行。下半年，在中国宏观经济稳健运行态势下，中国国债收益率走低可能性很小，中美利差预计将延续高位空间，熊猫债发行人对此或已有一定预期，在发行节奏上有所安排。

熊猫债市场热点分析与展望

国际发行人对人民币汇率波动已有预期，汇率“破 7”不会对熊猫债发行节奏产生明显影响

8 月 5 日，人民币汇率跌破 7.0 价位，引发国内外市场高度关注。东方金诚认为，人民币汇率“破 7”，更多地体现为经贸摩擦升级后市场情绪的快速释放过程，不具有可持续性。更重要的是，保持人民币汇率基本稳定仍是监管层的核心政策目标，且当前央行政策工具箱丰富，我们判断接下来央行或将通过市场沟通、逆周期因子调节等方式，适度调控人民币汇率波动幅度。鉴于未来人民币汇率“失控”的可能性很低，且离岸市场 NDF 数据显示人民币贬值预期也未显著聚集，我们判断“破 7”不会对熊猫债发行节奏产生明显影响。

我们知道，境外发行人以熊猫债方式筹集人民币资金，需要考虑汇兑风险。人民币汇率的波动，以及市场对人民币汇率走势的预期，一定程度上影响着境外主体熊猫债发行意愿。东方金诚认为，境外发行人对中美经贸摩擦演化态势，特别是中国央行在汇率问题上的基本政策立场均会及时跟进，因此人民币汇率“破 7”并非“黑天鹅”事件，发行人对此或已有一定预期。

今年以来，外资背景主体的熊猫债发行较为积极，包括外国主权政府、国际开发机构、境外金融机构和境外非金融企业在内，共有总计 158 亿元的外资熊猫债发行，占比全部发行规模的半数以上。从菲律宾、新加坡、葡萄牙等境外主体以及国际开发机构的发行态势来看，年内“一带一路”沿线国家和企业的人民币债券发行可能还会有所突破。

展望下半年，在中国金融市场加速双向开放、“一带一路”倡议持续拓展新的国际合作空间，以及国内政策环境和监管制度不断完善的过程中，人民币计价债券的国际吸引力将会持续增加。熊猫债市场的外资发行人可能延续较高热情，总体发行质量有望稳步提升。■

丝路观察介绍：

2019 年是“一带一路”倡议从战略层面走向夯基垒台的第六年，与贸易、投资、基建高速增长相伴发生的，是中资企业面临国别投资与经营环境不确定性的痛点，研判沿线国家政治、经济、外汇和主权风险已成为中国企业走出去的现实宏观需求；

东方金诚主权团队长期扎根国家主权信用风险研究，建立了完善的国家风险评价体系，基于长年深耕研究和对“一带一路”战略的理解，特推出“丝路观察”，致力于为投资者寻找“一带一路”沿线投资价值洼地，破解丝路市场进入难题，自如应对境外投资风险提供帮助。

丝路研究成果：

东方金诚连续三年发布《“一带一路”沿线国家主权信用风险研究报告》（2017-2019），跟踪和研判“一带一路”沿线 50 个国家主权信用风险特征及未来发展趋势；

东方金诚推出“细说丝路”，详细分析沿线各个国家与中国在丝路倡议下的“五通”合作进展，以及投资者需关注的政治、政策、经济及投资风险。



东南亚、南亚介绍：

过去，这里曾经造就着“亚洲四小虎”的经济奇迹，这里曾是九十年代国际游资的“逐利场”，这里也曾上演着“纸面繁荣”到金融危机破灭的时代之殇……

今天，这里是中国“海上丝绸之路”起航点，是“一带一路”从愿景变为现实的排头兵；这里集中了中国对“一带一路”沿线 60% 的直接投资，这里充满了机遇，酝酿着潜力，孕育着新生……

在这里，我们目睹了中巴经济走廊、孟中印缅经济走廊……聚沙成塔、积水成渊；见证了中巴产业合作元年、中印尼“区域综合经济走廊”、中孟双边贸易合作机制……高层战略对接；看到了雅万高铁、瓜达尔港、中老铁路、汉班托塔港、卡拉奇核电站……拔地而起；

溪云初起日沉阁，山雨欲来风满楼，世界格局变化莫测，这里隐藏着怎样的风险和可能性？

中国企业将如何“谋定而后动”？

我们将带领您揭开她的面纱，巴基斯坦、印度尼西亚、印度、老挝。

■ 依托丝路战略和实务对接 巴基斯坦机遇与挑战并存

——细说丝路：中国—巴基斯坦

■ 文 | 主权研究团队 曹源源 谢文杰

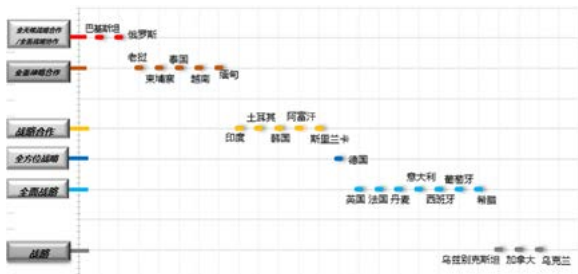
中国 - 巴基斯坦丝路合作分析：高度融入，示范效应

1 战略：

巴基斯坦国家发展战略与丝路战略高度契合。首先,巴基斯坦作为与中国建立“全天候战略合作伙伴关系”的唯一国家,中巴高度政治互信为双方务实合作奠定了重要前提。由于身处“一带一路”重要节点,巴基斯坦最早加入丝路倡议并展现较高的合作程度,双边合作具有区域合作示范效应、国际产业转移效应及全球治理效应等。其次,《中巴经济走廊远景规划 2017-2030》与巴基斯坦寻求吸引外资、切实缓解基础设施和能源短缺状况、加强产能合作、提升国家生产力、减少贫困等发展目标不谋而合,而处于“丝绸之路经济带”与“海上丝绸之路”交汇点的“中巴经济走廊”是双方互联互通、密切合作、调整升级经济发展方式的现实纽带,具有较高的战略价值和现实意义。

(如图 1)

图 1: 中巴外交关系所处层次



数据来源：东方金诚根据公开资料整理

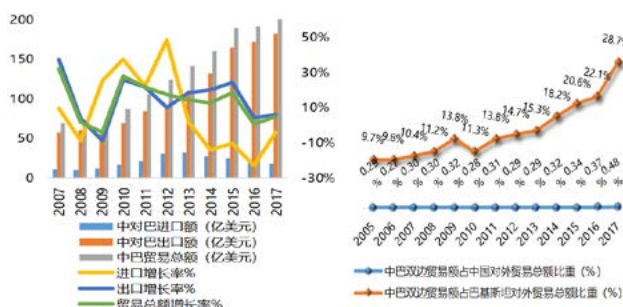
2 贸易:

中巴双边贸易规模小、发展速度快、互补性较强,但双边贸易结构不平衡。第一,2007-

2017 年的十年间, 中巴双边贸易额增长了近 2.8 倍, 十年间的平均贸易额增长率为 13.5%, 高于中国同期对外贸易 11.6% 的平均增长率, 也高于巴基斯坦同期对外贸易 10.9% 的年均增长率, 中巴双边贸易规模处于持续增长态势。第二, 中巴贸易额增长率震荡运行, 近十年, 中巴贸易额年增长率的波动幅度^[1]为 36.2%, 中对巴进口额的年增长率的波动幅度为 71.3%, 中对巴出口额的年增长率的波动幅度为 46.4%, 表明双边贸易增长的稳定性不足 (如图 2)。第三, 中巴两国贸易规模和地位不对称, 中巴贸易额占中国对外贸易总额的比重仅为 0.48%, 基本稳定, 而中巴贸易额占巴基斯坦对外贸易总额的 28.69%, 中国是巴基斯坦第一大贸易伙伴, 且巴基斯坦对华贸易长期处于逆差地位, 这主要是受双边贸易产品结构存在差异所致 (如图 2)。第四, 中国对巴基斯坦出口主要以资本密集型产品为主, 其次是劳动密集型产品, 初级产品所占比重较小, 主要出口产品为动力机械设备器具及零件、皮革橡胶制品、纺纱织物、有机化学品医药品等商品; 中国从巴基斯坦进口主要是劳动密集型产品, 其次是初级产品, 主要进口产品为棉纱纺纱织物、纤维橡胶制品等, 中巴两国贸易互补性强, 这表明中巴双边贸易具有较大的合作空间和潜力 (如图 3)。不过, 巴基斯坦在双边贸易中的逆差地位和产品结构也表明, 巴基斯坦亟需优化经济结构, 进行产业升级, 这也突显了“中巴经济走廊”构建的必要性与迫切性, 自 2013 年“中巴经济走廊”提出建设以来, 中巴贸易额占中国贸易总额的比重以及占巴基斯坦贸易总额的比重增长很快。

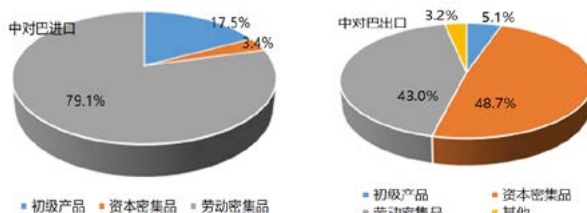
注: [1] 取自每年贸易额增长率的极差。

图 2 中巴双边贸易状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署

图 3：中巴商品贸易结构



数据来源：统计局、商务部、海关总署

3 投资：

中国对巴基斯坦直接投资呈阶段性增长特点。首先，近年中国对巴基斯坦直接投资流量并非直线递增，2014 年中巴经济走廊启动使直接投资大幅增长，但其他年份投资量并不稳定，这与巴基斯坦政治、安全、投资环境形势堪忧不无关系。其次，中国对巴基斯坦投资存量整体保持增长趋势，这主要受益于中巴经济走廊提出和建设以来，两国高层互访和互惠政策的签订，为中国企业对巴基斯坦投资提供互信框架。第三，中国对巴基斯坦投资呈现以国有企业为主体的特征，占比高达 45%，其他企业受限于资本实力和风险承担能力不足而并未大规模进入巴基斯坦。最后，中国企业在巴投资领域，近 33% 为工程建设领域，集中于能源、交通基础设施和矿产资源开发等，机械制造业约占 12%，资源开发与水利水电分别占比 11% 左右，通讯领域占比 7%。（如图 4）

图 4：中巴商品贸易结构



数据来源：统计局、商务部、海关总署，中国驻巴基斯坦参赞处在巴中资企业名录整理计算

4 产业：

依托“中巴经济走廊”，中巴两国产业合作不断深化。中巴重点合作产业包括能源、交通、基础设施、港口建设，并在“中巴经济走廊”先行落地实施，各项优惠政策吸引外资企业将上述行业作为优先投资选择。中巴领导人将 2019 年定为“中巴产业合作元年”，重点促进巴纺织、石化、钢铁等产业发展，优先发展和建设开普省的拉沙卡伊特殊经济区、旁遮普省的 M3 特殊经济区和信德省的塔贝吉特殊经济区。可以预见，中巴产业合作迎来新的发展阶段。（如图 5）

图 5：中巴产业合作状况

电力项目	火电	卡西姆港燃煤应急电站项目
	火电	EngroTharPowerLimited 旗下的 660MW 火电站项目
	火电	萨希瓦尔燃煤火电项目
	火电	塔尔煤电一体化项目
	火电	昆新港火力发电厂
	火电	中电胡布 2×660MW 燃煤发电项目
	火电	50MW 燃煤电厂项目 EPC
	火电	加西姆港 1320 兆瓦火电项目
	水电	投资卡洛特水电项目 EPC 承包工程
	水电	Neelum-Jhelum 水电站工程
	水电	吉拉姆河卡洛特水电项目
	水电	科哈拉水电站项目
	风电	50MW 大沃（DAWOOD）风电项目
	风电	萨菲尔风电项目
	风电	信德省特达区 50MW 风电项目
	风电	巴基斯坦 100 兆瓦风力发电项目
	风电	Sachal（萨察尔）风电项目
	风电	吉姆普尔风电项目
	核电	承建卡拉奇核电站项目
	核电	卡拉奇核电厂二号、三号机组常规岛项目
电力基础设施	太阳能发电	巴哈瓦尔布尔真纳太阳能工业园
	太阳能发电	旁遮普省的 1800MW 太阳能项目
能源项目	电网	默蒂亚里—拉合尔和默蒂亚里/
	炼油	签署国家炼油有限公司界区内
交通基础设施	天然气	瓜达尔—纳瓦布沙阿的液化天然气
	公路	签署投资合约，建设“喀什—瓜港”交通大动脉
	公路	喀喇昆仑公路改扩建项目
	铁路	1 号铁路干线(M11)升级和哈维连港建设项目
	机场	瓜达尔港国际机场项目
	轨道交通	拉合尔轨道交通橙线项目

数据来源：东方金诚根据公开资料整理

巴基斯坦投资环境分析：评估风险，致力共赢

1 主权信用状况

东方金诚评定巴基斯坦本、外币主权信用等级 B，评级展望稳定。巴基斯坦国内政治秩序缺乏稳固基础，国内安全局势较差，对巴国内结构性改革和经济增长潜力的释放形成制约，财政汲取能力薄弱限制结构性赤字改善，政府存量债务负担高位难降，政府偿债能力处于较低水平。但依托于中巴经济走廊契机，巴基斯坦的区位优势和生产要素潜力有望得到释放，国内久而未决的能源短缺和基础设施薄弱状况将有大概率得到改善，这将对短期内稳定主权信用起到一定支撑作用。

2 政治社会环境

巴基斯坦政治环境在低水平保持稳定，安全状况堪忧。巴基斯坦政治运行体制不成熟，权力运行基础尚处较低水平，由议会、政府、司法和军队利益矛盾导致的政治失序时有发生。2018 年 7 月议会选举后，巴基斯坦政坛分化有加剧之势，短期内军队干政和弱势民主的状况难有实质改善，并从根本上影响外资企业在巴投资的风险。与此同时，巴基斯坦社会安全状况堪忧，美军撤离后阿富汗权力真空状况使得巴基斯坦西北部山区塔利班活动范围和影响扩大，俾路支省分离主义武装力量在南部港口城市卡拉奇——外资进入和中企驻扎的主要区域——多次制造恐怖袭击事件，地区安全局势严峻对中巴经济走廊建设的顺利推进以及外资企业进入构成现实威胁。此外，克什米尔地区处于巴、印共同控制地区，双方对水资源的争夺长期存在，这对外资企业在该地区进行水电开发构成潜在风险。

3 政策环境

巴基斯坦对外资政策环境整体趋于优化。巴基斯坦致力于降低外资企业进入和经营成本，减少繁冗行政程序，提高投资便利程度，增强投资保护力度，以及降低和去除监管障碍等（如

表 1）。目前，巴基斯坦与包括中国在内的 47 个国家签订双边投资协定，与 52 个国家签订避免双重征税协定，但巴国内存在地方保护主义，地方政府偏向保护本地区企业主利益，土地产权保护制度不完善，目前相关政策仍处在对投资者不利的状态下。

表 1：巴基斯坦行业投资鼓励政策

政策内容	制造业	非制造业领域		
		农业	基础设施/社会领域	服务业
政府批准	除武器、高爆炸药、放射性物质、证券印制、造币、酒类生产外，无需政府批准	无需政府批准，但有些需要从有关机构取得证书		
资本、利润、红利汇回	允许	允许	允许	允许
外商投资上限	100%	100%	100%	100%
机械设备进口关税	5%	0%	5%	0-5%
税收优惠（初始折旧占厂房设备%）	25%	25%	25%	25%
特许权和技术使用费	对支付技术使用费与特许权无限制	按相关规定准许第一笔不超过 10 万美元，在前 5 年内不得超过净销售额的 5%		

来源：《巴基斯坦对外投资合作国别（地区）指南（2018 年版）》

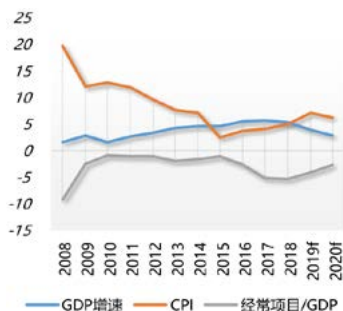
4 经济金融环境

巴基斯坦宏观经济中高速运行，但面临潜在失衡风险。得益于国内旺盛的消费和投资需求，近年来巴基斯坦经济保持中高速增长，但政治失序时有发生、各方矛盾尖锐、安全状况堪忧长期抑制经济增长潜力，造成巴基斯坦经济增速和通胀波动性大，实际经济增速低于潜在增速。此外，出口产品竞争力弱和国内需求较大使经常项目逆差呈扩大趋势，经济外部失衡严重，国际收支平衡主要依赖外部援助机制，增加了对外部经济、金融环境的风险敞口。（如图 6）

巴基斯坦金融环境有待改善。巴基斯坦金融发展水平低，政府赤字融资对私人部门信贷的挤出效应，私人融资成本过高抑制了企业投资意愿。2014 年后，随着通货膨胀中枢下移、基础利率下行，巴基斯坦国内商业融资成本已有明显下降。2015 年 5 月巴央行在利率走廊上下限之间增设目标利率，增加了公开市场操作频率并丰富其期限结构，市场利率波动性因此明显降低。汇率方面，2018 年 8 月以来，新兴市场普遍面临货币贬值风险，国际援助等外部资金到位不及时及中断导致市场对卢比汇率信

心下滑，卢比一度贬值 13%；2019 年随着世界银行和国际货币基金组织的援助恢复，卢比企稳，但短期汇兑风险仍需高度关注。（如图 7）

图 6：巴基斯坦宏观经济走势



数据来源：EIU, WEF

图 7：金融市场发展指标排名 /140 国

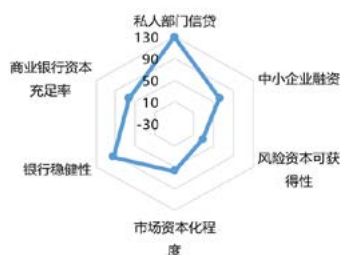


表 2：巴基斯坦营商环境状况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
新注册公司数	28	28	29	20	19	19	19	19	18	18
需天数	33	33	33	33	13	13	13	13	13	13
获得所需文件数	3.3	4.0	4.4	4.9	5.5	6.5	7.5	8.8	10.1	10.1
自动取款机/每十万人	8	9	9	9	9	9	10	10	10	10
商业银行分支数/每十万人	21.8	34.5	33.8	39.1	39.1	32.4	32.9	32.9	33.3	33.3
总税率（占商业利润的百分比）										
营商环境排名 /190 个经济体	165	165	166	106	106	110	136	140	144	147
营商环境排名 /190 个经济体	165	165	166	106	106	110	136	140	144	147

注：色阶颜色从红色 - 黄色 - 绿色，表示营商环境主要指标较差 - 良好 - 优秀的变化轨迹。
数据来源：世界银行。

5 营商环境

巴基斯坦营商环境在全球范围处较低水平。2018 年，巴基斯坦营商环境在 190 个国家中排名 136 位，较上年上升 11 位，自动取款机覆盖度和总税率排名改善是主要原因。不过，巴基斯坦在相关合同履约规定、投资项目税收负担，企业经营便利程度、纳税便利性，以及贸易政策一致性等方面排名，仍然处于全球较低水平，制约外国直接投资。（如表 2）

基于战略考量和整合发展需求 中 - 印尼合作变中求突破

—— 细说丝路：中国 - 印度尼西亚

■ 文 | 主权研究团队 曹源源 谢文杰

中国 - 印尼丝路合作分析：利益交汇务实合作

1 战略

印尼“全球海洋支点”愿景与 21 世纪海上丝绸之路倡议高度契合。印尼作为东盟框架内的最大经济体，人口占东盟的三分之一，发展潜力巨大。2005 年，中国与印尼建立了战略伙伴关系。2014 年佐科维上台后，以“复兴海

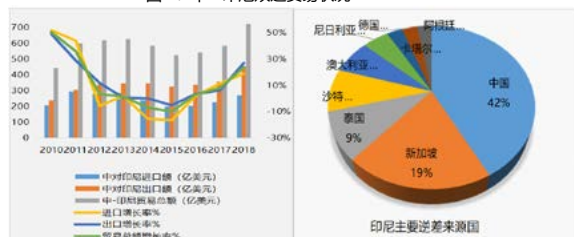
洋文化、发展海洋经济、强化海洋基础设施、活跃海洋外交和提升海洋国防”为目标的海洋强国愿景计划以及上届政府以“打造六大经济走廊”为诉求的“陆上经济走廊”倡议进入全面实施落地期。伴随大量电力、公路、铁路等基础设施建设需求，以及产业投资需求的产生，印尼资金需求呈激增状态。但印尼政府与国内企业面临基础设施和产业建设工程大、周期长、

资金回笼慢等问题，而中国基建经验丰富以及在制造业领域拥有的富余产能，使两国存在广泛的合作空间。

2 贸易：

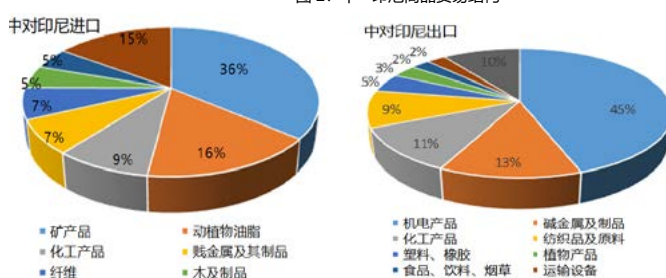
中 - 印尼双边贸易规模小速度快、具有一定互补性，但双方贸易结构不平衡。首先，自2010年中国 - 东盟自由贸易区启动以来，中国与印尼90%以上商品实现零关税。2013年中国成为印尼第一大贸易伙伴。虽然2014-15年，两国进出口贸易呈下降态势，尤其是中国对印尼进口的下降趋势较为明显，但这主要是由于2014年佐科维政府的原矿石出口禁令政策发生变动所致。但从全局来看，中国与印尼在东盟自由贸易区框架下的双边经贸合作不断深化和日趋稳定，这是由于印尼不断扩大的中产阶级的产品消费需求和中国的资源、能源紧张状况使得中 - 印尼的双边合作具有现实基础。其次，中国在印尼对外经贸结构中占有重要位置。出口方面，中国是印尼第一大外贸出口国，印尼对华出口占同期印尼出口总额的11.6%，自2016年以来印尼对其他贸易伙伴的出口都出现了不同程度的下降，平均降幅超过10%，但对中国的出口保持持续较快增长；进口方面，中国是印尼第一大贸易进口国，印尼从中国进口占同期印尼进口总量的22.7%，自2016年以来印尼除对中国、泰国进口保持增长外，对其他国家的进口普遍减少。再次，由于印尼对中国的出口产品以资源型为主，中国对印尼的出口产品以工业制成品为主，中印出口产品的价格差异是中国成为印尼最大贸易逆差来源国的主要原因（如图1、2）。

图1：中 - 印尼双边贸易状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署

图2：中 - 印尼商品贸易结构

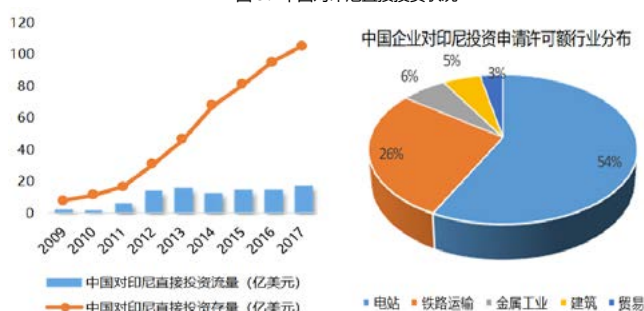


数据来源：统计局、商务部、海关总署

3 投资：

中国对印尼直接投资流量基本平稳，存量增速较快。首先，近年随着印尼投资环境的改善，中国对印尼直接投资起步虽晚但增长快，目前成为继新加坡、日本之后的第三大投资来源国，印尼也是东盟十国中接收中国投资最大的国家。整体来看中国在印尼投资流量波动性小，存量大体呈线性增长态势。其次，中企对印尼投资涉及产业较多，主要集中在制造业，电力、基建、水及燃气生产工业等是投资主要的聚集领域，占同期中国对东盟制造业投资总额的22.5%（如图3）。

图3：中国对印尼直接投资状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署，中国驻印尼参赞处信息整理

4 产业：

中 - 印尼两国多领域产业合作不断深化。

采矿业是中 - 印尼产业合作的传统行业，近年双方合作领域不断拓宽，涉及技术设施类、资源产品类、消费品类等，大型项目涌现，超过1000多家中企在印尼进行贸易、投资和工程承包等合作，尤其是以青山工业园为代表的经贸合作园区，为中印产能合作开创了全新模式（如表1）。

表 1：中 - 印尼产业合作状况

产业合作	产业园区	中国—印度尼西亚经贸合作区
	产业园区	投资建设中民印尼产业园
	工业园区	印尼新型工业城镇项目
	火电	1 × 1000 兆瓦燃煤电站项目 EPC 总承包项目
	火电	印尼玻雅 2X660 兆瓦燃煤电站项目
	火电	印尼巴比巴卢燃煤电站项目
	火电	签订印尼南苏煤二期扩建项目联合体协议
	有色金属	德龙镍业印尼项目
	水运	马伦达工业园中心码头 1B 工程 EPC 项目
	农林牧渔	印尼远洋渔业综合基地更新改造项目
	农林牧渔	融盛海外养殖基地建设
	轨道	印尼四城十一线轨道交通
	高铁	雅加达—万隆高速铁路项目

数据来源：东方金诚根据公开资料整理，仅列示代表性的产业合作项目

印度尼西亚投资环境分析：边际改善，稳妥推进

1 主权信用状况

东方金诚评定印度尼西亚本、外币主权信用等级 **BBB**，评级展望稳定。现总统佐科维所主导的结构性改革对于改善民生和缓解通胀压力、释放经济要素潜力、优化财政支出结构等具有重要作用，印尼经济正处高速发展期，财政赤字维持收敛态势，这有利于降低政府偿债来源风险，但创汇能力不足和外部风险敞口使得资本外流和本币贬值风险仍然存在，对政府外币偿债能力造成一定下行压力。短期内，印尼政权的平稳过渡将支撑政府佐科维政府以聚焦经济发展、强化基础设施、降低贫困为诉求的政策组合的稳步推进，经济、财政前景趋于向好支撑主权信用等级。

2 政治社会环境

印尼政治社会环境趋于改善。印尼国内政治制度化进程仍处在初级发展阶段，政党林立、政治碎片化特征明显，传统的家族政治依然具有强大影响力；但近年历届政府权力交接较为平稳，2019 年 5 月总统选举虽然面临反对党的竞争压力，但佐科维凭借良好的政绩实现连任，政权实现平稳过渡，印尼政治稳定性趋于改善。最后，在佐科维政府打击极端伊斯兰势力的努力下，印尼国内安全状况已有较大改观。

3 政策环境

印尼对外资政策已有一定改进，但仍存在进入成本高、政策不连续等风险。总体而言，

印尼政策稳定性较低，受制于传统政治中的“本位主义”及政策传统，印尼整体政策环境面临既得利益集团、地方政府官员的抵制，改善政策透明度、提高政府治理能力难度很大。具体而言，关于外资政策方面的规定，近年趋于改善，印尼《投资法》规定，外国投资者可以投资绝大部分营业部门，但必须是没有被《禁止类、限制类投资产业目录》规定禁止或限制外资持股比例的行业，此外，对于中资企业进入的基建等领域，准入壁垒较高，设置有严格的外资股权比例。虽然 2017 年新调整的外资政策，部分行业外商投资比例有所上调，在本国资源使用率、用工规模以及出口产品占比等方面的外资准入条件有所放宽，但部分法律规定的连续性不足，操作性差，本地保护主义严重，对外国劳工限制严格，外来人员出入境便利程度低（如表 2）。

此外，印尼与日、美等发达国家已有数十年的经济合作基础，且主要集中在各类消费品领域，其中日本产品在印尼市场占有绝对优势地位，在此过程中，印尼已基本形成一套符合美、日等发达国家利益诉求的商业准则和技术标准体系，这或对中资企业进入印尼市场形成一定潜在负面影响。

表 2：印尼行业投资鼓励政策

行业	外资持股比例
建筑	建筑公共工程行业，外资股权比例最高限制不得超过 67%
电力	允许外国企业通过合作方式参与开发 0.1 和 1 万千瓦的发电项目；对 1 万千瓦以上的发电项目，外资股权比例不得超过 95%
通讯	信息通讯领域，从事邮递业必须获得特殊许可，外资股权比例最高不能超过 49%；电讯基站建设、运营和管理等，须 100% 由内资控股。
交通	公私合营的基础设施项目领域，其中机场、港口和陆路交通客站(含铁路)的经营管理外资可持股权分别为 49%、95% 和 49%，供水 95%，收费公路 95%

来源：《印尼对外投资合作国别（地区）指南（2018 年版）》

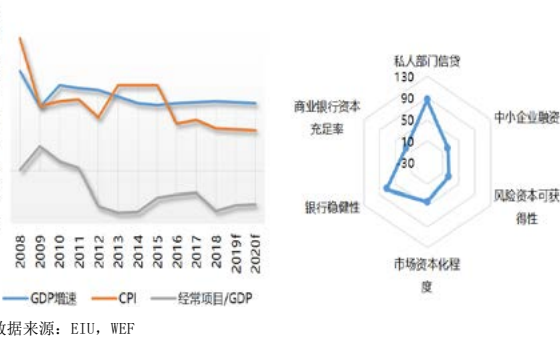
4 经济金融环境

印尼正处经济快速发展阶段，内部通胀压力大幅缓解。印尼经济总量居东盟首位，但人均 GDP 较低使得其仍为典型的中等偏低收入发展国家。得益于苏西洛政府执政期和佐科维政府在基础设施建设、消除贫困及引进外资等方面的政策推行，印尼的投资环境改善带动外

资持续流入；虽然政府消费增长受限于能源性财政收入的下降，但通胀压力明显缓和、实际工资增长以及政府的减税措施提升了居民购买力，有力推动了私人消费持续增长；此外，在全球贸易逆风背景下，得益于政府的进口限制措施，印尼净出口保持稳定运行，使得印尼经济增速近年基本保持在5%左右的较高水平。短期内，印尼外贸运行稳健、消费零售数据向好，以及制造业PMI处扩张态势等因素将支撑印尼固定资产投资和经济增速分别保持在5.7%和5.1%的较高位（如图4）。

印尼金融环境仍待改善，汇率面临贬值风险。一方面，印尼银行发展相对滞后，金融深度和广度均处较低水平，银行体系总资产相对于东南亚第一大经济体的位置仍显规模偏小；印尼银行稳健性在前期大力整顿下已大幅提升，2015年以来全球流动性收紧虽给印尼银行业带来一定下行压力，但金融体系整体基本保持稳健。另一方面，印尼实行浮动汇率制，货币政策框架为通货膨胀目标制，汇率由外汇市场的供求决定，但当达到特定通胀目标时，为维持宏观经济稳定，印尼央行可通过提供流动性进行干预，大大缓解了本币的贬值压力。然而，2012年以来，由于印尼面临经常项目和财政“双赤字”的状况，印尼卢比贬值压力一直较大，印尼政府通过加息引导国际资本流向以缓解经常账户压力和稳定汇率，但也强化证券投资为主的对外负债结构，跨境资本流动的加大或将使外部脆弱性不断累积（如图5）。

图 4：印尼宏观经济走势 图 5：印尼金融市场发展指标排名 /140 国



5 营商环境

印尼营商环境在全球范围处中等偏上水平。近年印尼营商环境在开办企业、执行合同、施工许可证费用和办理时间等方面出现明显改善，但由于政府效率不高和腐败问题的存在，税务体系多变、关税水平较高以及有关非关税壁垒方面的认证流程复杂、认证周期长等仍然是印尼贸易、投资的主要障碍。（如表 2）

表 3：印尼营商环境状况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
新注册公司所需天数	112	83	62	49	48	48	76	53	48	25	22
缴税所需时间/小时	266	266	266	266	266	259	259	254	234	234	234
自动取款机/每十万人	11	13	14	13	16	36	42	49	53	52	52
商业银行分支机构/每十万人	6	7	8	8	15	17	18	18	18	18	18
总税率（占商业利润百分比）	31	31	32	29	29	29	31	31	30	31	30

营商环境排名/190 个经济体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	122	126	129	116	120	120	106	91	72	73

注：色阶颜色从红色-黄色-绿色，表示营商环境主要指标较差-良好-优秀的变化轨迹。
数据来源：世界银行。

中印竞争与摩擦扩大 需重构战略互信基础

—— 细说丝路：中国 - 印度

■ 文 | 主权研究团队 曹源源 谢文杰

中印丝路合作分析：克服障碍，合理期待

1 战略

近年中印战略合作有所削弱，双方竞争大于合作。2014 年印度人民党在大选以压倒性优势胜出，为莫迪政府“建设一个强大、自立和自信的印度”提供了重要支持。中印同作为亚洲最大的发展中国家，“一带一路”倡议初期，印度出于进一步发展与中国经贸合作、维护周边安全稳定的战略考虑，对中国“一带一路”与印度“向东行动”战略对接持积极态度，印度成为亚洲基础设施投资银行首批创始成员国和第二大股东，积极支持孟中印缅经济走廊建设。然而，长期受地缘竞争意识影响，以及印度未能成功加入核供应国集团，令印度国内日渐担忧中国在南亚深入推进“一带一路”倡议或将削弱印度地区影响力，甚至取代印度在南亚的主导权。加之中巴经济走廊建设触及印巴敏感问题，中印战略层面合作基础遭到削弱，2017 年中印爆发洞朗对峙事件，印度积极参与美国“印太战略”构想，与日本共推“亚非增长走廊”。目前，中国与印度在南亚地区仍处于竞争大于合作的状态，印度成为“一带一路”在南亚推进的最大障碍，对中国与其他南亚国家的经贸合作与联通建设构成一定程度掣肘。不过，6 月 5 日美国正式终止印度普惠制贸易地位，约 56 亿美元 2900 余种印度输美商品无法再享受关税减免优惠，6 月 16 日印度对美 29 种商品征收报复性关税进行反击，美印贸易摩擦加剧及其对印度出口造成的压力，或可为中印经贸战略合作带来契机。

2 贸易：

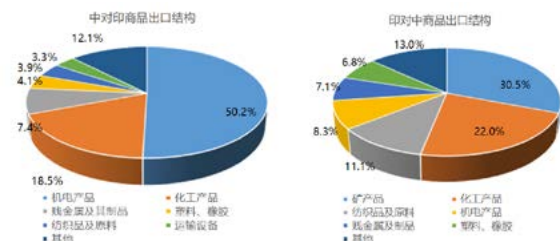
中印双边贸易缓慢波动性增长。首先，中印双边贸易增长缓慢，并呈较大波动性。2007-2018 年间，中印双边贸易增长 1.3 倍，未突破千亿美元大关，无论是贸易总量还是增速都远不及中印两国庞大的经济规模和较高的经济增速。在 2009、2012、2013、2016 年，两国贸易总额甚至出现负增长。其次，中印双边贸易互补性与竞争性并存。一方面，中国出口印度的产品主要是机电产品大类、化工产品大类等技术密集型或资本密集型的工业制成品，占比达到 74.8%，而印度出口中国的主要是矿产品、化工产品、金属产品等初级产品或劳动密集型产品，两国产品贸易具有较强互补性；另一方面，中印在矿产品、金属产品、化工产品和轻纺产品领域贸易重合度较高，双边贸易具有一定竞争性。再次，中国是印度第一大进口来源国和第三大商品出口目的地，2018 年印度对中国的贸易依存度高达 26.37%，而中国对印度的贸易依存度仅为 3.32%，印度对于中国市场的依赖程度要远高于中国对印度的依赖程度。最后，中国是印度最大的贸易逆差来源国（如图 1、2）。鉴于此，近年来印度不断要求扩大对中国药品和软件进口，并对中国进口产品频繁发起贸易调查，力图降低对中国工业制成品依赖度。东方金诚判断，莫迪政府在新任期内，将继续力推印度制造业发展，降低对中国进口依赖，预计中印双边贸易短期内或将在波折中缓慢前行。

图 1：中 - 印尼双边贸易状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署

图 2：中印商品贸易结构



数据来源：统计局、商务部、海关总署

3 投资：

中印双方投资合作有一定基础，但投资存量不高。目前，中国企业累计对印实际投资额接近 50 亿美元，印度是中国在南亚的第一大承包工程市场和第二大投资目的地。金属和矿产工业、软件、资讯科技业、地产和建筑业是印度吸纳外资最多的领域。由于印度制造业发展滞后，基础设施落后，中国企业在印度的直接投资多集中制造业行业和以工程承包为主的基础设施建设。首先，印度钢铁行业发展起步较晚，近年印度政府加大对铁矿石投资优惠政策的引导，如印度允许更多的私营企业（包括外国企业）参与扩充矿业基地，而且在铁矿石方面允许 100% 的私人投资控股，这一政策优惠吸引了更多的中资企业进入钢铁行业，并带动大量中资流向诸如机械设备、电信电力设备、家用电器等下游行业。其次，莫迪政府“印度制造”计划，将政策重点放在电力、能源等制造业和基础设施领域投资，其中基础设施领域占投资合作项目的比例达 74%，印度政府对铁路等方面的投资规划超过 600 亿美元，这吸引大连万达、三一重工等中资企业先后进入，马哈拉施特拉邦汽车产业园和古吉拉特邦电力产业园也正式投产（如图 3）。

图 3：中国对印度直接投资状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署，中国驻印度参赞处信息整理

印度投资环境分析：改善明显，审慎选择

1 主权信用状况

东方金诚评定印度本、外币主权信用等级 BBB+，评级展望稳定。人民党在议会中继续占据绝对优势地位使莫迪政府执政优势历史性加强，莫迪政府对财税、土地、劳工以及外资等领域的制度性改革和结构性调整有望继续推进，为印度制造业发展奠定基础，同时莫迪政府承诺将进行约为 GDP 37.7% 的大规模财政刺激，推进基础设施建设，这使 2014 年以来的财政整顿进程能否延续存在较大不确定性。不过，考虑以上措施将有助于推动印度经济转型和高速发展，短期内印度政府偿债能力有望保持稳定。

2 政治社会环境

印度政治社会环境处于中等水平，趋于改善。印度国内政治社会稳定性在全球处于中等水平。2019 年 5 月 24 日，莫迪领导的全国民主联盟获得印度人民院 545 个席位中的 352 个，反对党印度国民大会党仅赢得 52 席，虽然国大党作为传统大党，其雄厚的政治基础短期内仍然不会式微，以国大党主席拉胡尔·甘地为首的团结进步联盟对莫迪政府的挑战仍然存在，但随着此次议会选举人民党多数席位地位的大大强化，短期议会内部议价客观存在但不会陷入僵局。不过，印度国内宗教、意识形态结构复杂，宗教冲突和局部反政府武装活动对国内社会秩序仍然构成持续性威胁。此外，印度政府执政效率较低，国内贪污腐败盛行，《透明国际》清廉指数排名一直保持后位。莫迪执政以来，积极着手整顿政府工作作风，提高政府

办事透明度，加大惩治贪腐，努力改善国内基础设施落后局面，政府治理能力有所提高。

3 政策环境

印度外资政策有所改善。印度政府一度推行限制性措施和贸易保护主义，但近两年投资政策改革和调整力度较大，外资投资环境趋于改善。莫迪上届任期内针对外商直接投资进行了 37 次改革，加大了外资优惠力度，改革力度超过往届政府。目前，除小部分行业外，外资在印度都可适用自动审批通道，并可以 100% 持股。其中，印度积极倡导外商投资本国软件业，为此实行了一系列优惠政策：免除全部进口关税；10 年内不征收所得税，如果将产品全部用于出口即不受 10 年期限限制；允许外国人拥有独资的电信公司等。此外，印度地区优惠政策更具吸引力，投资印度东北部各邦落后地区可不同程度享受 10 年免税、一半以上的运费补贴等优惠。此外，为了使外商本地化、为当地提供更多就业岗位，印度采取对进口产品增加关税的关键策略，从而鼓励外商在当地投资建厂。

然而，由于中印两国政治互信较低，中资企业在印度也面临着政府执政不透明、民众舆论压力以及冗长的政府审批等问题。

4 经济金融环境

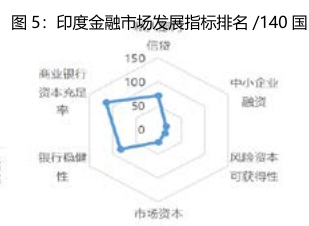
印度正处经济快速发展阶段，内部通胀压力大幅缓解。一方面，莫迪政府“废钞”和 GST 税制推行对消费和投资的短期负面冲击逐步消退，统一消费市场逐步形成和生产运输成本降低等因素将逐步释放印度内需潜力，不断成长的中产阶级群体将支撑私人消费以年均 8% 的速度增长。另一方面，政府推动一系列税费改革，加大财政支出力度推动“印度制造”战略，并放宽外资准入门槛，改善营商环境，预计基建、钢铁等行业固定资产投资将维持在 9% 左右的较高增速，并继续成为经济强劲增长主要动力。综上，预计短期印度经济增速将保持在较高水平。此外，印度经济结构失衡状况趋于改善，通胀压力有所缓解，预计年均通胀率将控制在

央行 4% 的中期通胀目标范围内（如图 4）。

印度金融发展处于中等水平，银行稳健性有望改善。印度金融业以银行部门为核心，国内资本市场发展程度较低；金融深度在全球范围内处于较高水平，但印度农村人口规模庞大，金融服务在农村地区的可获得性较差。印度银行业资本充足率、流动性和盈利水平等指标均属正常状态，但银行业资产质量较差，由于缺乏有效的破产程序，银行不良贷款长期难以有效化解，2016 年 5 月新的《破产法》通过为清理僵尸企业、清除潜在不良资产等问题提供了重要指引。虽然短期内由于不良债权开始暴露，银行不良贷款率可能会迅速升高，但随着清除不良债权的司法渠道得以改善，印度银行业稳健性长期有望改善（如图 5）。



数据来源：EIU, WEF



5 营商环境

印度营商环境大幅改善，目前在全球范围处中等偏上水平。得益于莫迪上台后推行的诸多制度改革，2018 和 2019 年印度营商环境排名就分别大幅跃升 30 位和 23 位，目前在 190 个国家中排名 77 位。主要体现在：1) 得益于 GST 税制改革，印度报税体系和报税流程得到简化和提效，完税平均用时 214 天，低于世界平均水平 240.3 天；2) 议会两院通过《破产法》使得印度破产法同世界破产法接轨，债权人在破产决策和程序中获得了一定话语权和参与权，印度解决破产所需的平均用时排名提高 33 位；3) 印度原有发电、输变电基础较为薄弱，饱受电力短缺困扰的状况大大缓解，电力装机容量从 2005 年的 1.1 亿千瓦发展到 2018 年底的 3.29 亿千瓦，翻了近三倍，随着电力供求关系的明

显改变，印度企业电力接入的平均用时降到45.9天，全世界排名上升15位。然而，印度在合同履行、开办企业时间以及办理建筑许可等方面还存在耗时长、行政效率低的问题，且落后的基础设施导致外资在印度投资成本过高，挫伤投资者积极性。短期，改善国内投资环境以促进经济发展仍将是莫迪政府的工作重点之一，印度营商环境在目前基础上趋于向好（如表1）。■

表 1：印度营商环境状况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
新注册公司所需天数	32	30	30	28	31	34	28	26	30	30
报税所需时间/小时	271	258	254	243	243	243	243	241	214	210
自动取款机/每十万人	5	7	9	11	13	18	20	19	18	20
商业银行分支机构/每十万人	10	10	11	11	12	13	14	13	13	13
总税率（占商业利润百分比）	66	65	63	63	61	61	61	61	62	62

营商环境排名/190个经济体

注：色阶颜色从红色-黄色-绿色，表示营商环境主要指标较差-良好-优秀的变化轨迹。
数据来源：世界银行

中老互利合作正当其时 仍需推进战略加速落地

—— 细说丝路：中国 - 老挝

■ 文 | 主权研究团队 曹源源 谢文杰

中老丝路合作分析：夯基垒台，砥砺前行

1 战略

中老战略合作基础坚实，但务实合作领域仍需落实。中老两国地理位置相邻，文化背景相似，较早时期就已经正式建立外交关系，两国在国际和地区事务上存在诸多的利益共同点，有着广泛的合作基础。上世纪90年代以前，中老合作特征主要体现为中国对老挝的经济援助，1996年中国与东盟建立全面对话伙伴国后，两国加强政治互信，双边经贸往来不断向纵深发展。伴随2009年9月中国与老挝升级为全面战略合作伙伴关系，2010年中国-东盟自由贸易区正式全面启动，以及2012年老挝正式加入WTO，凭借老挝东南亚重要转口贸易中心的区位优势，中老经贸关系进入新一轮发展阶段。老挝经济基础薄弱，基础设施落后。2016年老挝第八届国会一次全体会议批准了《十年社经

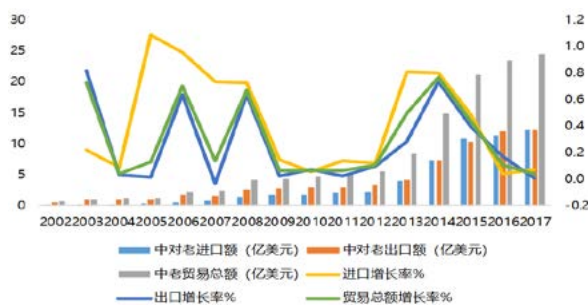
济发展战略2016-2025年》，以摆脱最不发达国家境况为最终目标，计划加大对基础设施支持，提升劳动力和生产能力。2018年老挝首次通过联合国脱离最不发达国家的标准评估，并计划2020年最终脱离联合国最不发达国家之列，因此推动经济快速发展仍是老挝中期主要任务。“一带一路”倡议提出后，老挝积极参与，加强同区域各国经贸合作，加速从“陆锁国”向“陆联国”转变。但在具体实践中，老挝也面临多种挑战，如对外贸易开放时间较短，缺乏国际经贸经验和必要的国际贸易发展手段，国内资金和技术实力不足，重大项目投资建设能力有限，这导致中老之间在经贸、投资、产业合作并未达到理想阶段。因此，中老合作仍需加强战略层面落地，将战略目标和政策转为实在的经济成果。

2 贸易：

中老双边贸易波动性增长。借助中国-东

盟自贸区框架、湄澜合作机制、以及“一带一路”倡议，老中经贸合作呈现出良好的发展趋势。目前，老中双边贸易存在以下局限特点：第一，双边贸易规模较小，中老两国贸易额虽逐渐递增，但相较于中国与其他东盟成员国贸易额、以及老挝与其他东盟成员国贸易，老中贸易还存在较大差距，如中老双边贸易额仅为中越贸易额的 30%，中马贸易额的 10%；第二，双边贸易结构单一，老挝出口主要依靠自然资源的级加工或者原材料出口，以木材和橡胶为主，老挝向中国进口的主要是一些机械制成品，主要有电子产品、摩托车、机械零配件、通信电缆和电力设备等；第三，由于中中国出口的工业制成品在价格竞争力和产品附加值具有明显优势，由此造成了中国对老挝贸易顺差国较大。短期，老中双边贸易发展存在以下挑战：一是老挝市场容量较小，双边贸易增量有限，中国企业扩大市场优化品种结构存在难度；二是，贸易产品的可替代性比较强，老挝对华贸易的农产品、原材料等粗放型产品，受到泰国、越南等东盟国严峻的市场挑战，与此同时，中国人口红利衰减也使得出口产品的价格优势逐渐消失，双方贸易基础容易受到全球竞争中其他更具优势国家的挑战（如图 1）。

图 1：中老双边贸易状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署

3 投资：

中老双方投资合作有一定基础，但投资存量不高。老挝在吸引外商投资进入方面具有政治环境稳定、自然资源丰富、劳动力资源充足等优势条件。中国对老挝直接投资至今近三十

年，主要具有以下特征：首先，投资规模方面，随中国 - 东盟自贸区 and “一带一路” 倡议的刺激，中国对老挝的直接投资额在 2010 年后逐渐上升，特别是 2014 年增长幅度非常大，2017 年中国投资目的国老挝提升到第八位，中国成为老挝外商直接投资的最大来源国之一（如图 3）。其次，投资区域分布方面，老挝几乎每个省市都存在中国公司的投资，但较投资金额和投资规模，中国投资主要集中在以万象为中心、经济基础较好的西部平原地区。再次，中国对老挝投资产业分布广泛，占到老挝吸引外资总额的 25% 左右，主要有矿业、水电、建材和医药等，但在不同时期投资重点有所不同：在 2000-14 年间，中国投资重点行业在矿业、农业和电力行业，中国直接投资行业集中在第二产业，而且偏重资源型产业，矿业投资额在中国投资总额的占比能够达到将近一半；而 2014 年以后，中国对老挝投资渐渐开始转向第三产业，以输出技术和服务业投资为主要方向。从根本上来说，中国企业投资重点与老挝经济的资源性有很大关系。老挝的丰富资源属性和国内技术落后的特点决定了老挝矿业需要大量的外资注入。其次，老挝农业条件较好，经济中农业的比重非常大，种植业潜力非常大，而中国对于热带水果和经济作物的需求很大，因此农业也成为中国重点投资行业。此外，老挝水利资源丰富，中国小水电站建设技术处于世界先进水平，在发挥各自比较优势的基础上，电力也成为重点投资行业，而且电力投资大多涉及到双方政府间的合作，这对于电力企业来说是强有力的政治保障。（如图二）

图 2：中国对老挝直接投资状况



数据来源：统计局、商务部、海关总署，中国驻印度参赞处信息整理

老挝投资环境分析：审慎评估，理性选择

1 主权信用状况

东方金诚评定老挝本、外币主权信用等级BBB-，评级展望稳定。老挝实行一党制政治模式，历届政府权力平稳交接，为重大政策的延续奠定重要基础，国家经济发展基础虽较薄弱但近年来进入提速增长阶段，短期内国内生产要素潜力释放将确保经济保持高速增长，对稳固政府偿债能力起到积极作用。长期看，老挝1988年启动市场化改革，未来能否突破瓶颈，实现关键生产要素能否有序调整和转换将关乎下一阶段经济增长可持续性，并最终影响其长期偿债能力的提升。

2 政治社会环境

老挝政治环境稳定，社会环境整体良好。老挝实行社会主义制度，人民革命党作为该国唯一合法政党在国家政治体系中确立了绝对领导地位，历届政府权力交接平稳。东方金诚判断，2021年国民议会选举人民革命党继续连任的可能性较大，中期内老挝政府体制、政治局势将保持稳定，市场化改革政策的连续性保障度较高。不过，长期以来老挝政府的社会经济管理绩效不佳，政府在政策制定和执行能力方面透明度差，腐败现象较为严重，部分地区的投资项目和土地交易经常引发地方性抗争活动，短期内虽尚不至于危及人民革命党的执政地位，但未来如果出现持续性经济滑坡过程，潜在的政治稳定风险仍需关注。此外，老挝社会环境整体较好，少有暴力、恐怖事件，但在偏远的少数民族地区偶发民族冲突，老挝、泰国、缅甸的交界地“金三角”地区长期面临跨国毒品犯罪威胁，也是三国管理的真空区，社会治安存在风险。

3 政策环境

老挝对外资政策力度加大。老挝先是在2003年修订宪法，从国家母法的层面确立了吸引外商投资的基本国策，随后2005年为符合入

世要求，修改了投资法、关税法和进出口法等在内的一系列法律，2016年老挝修订并颁布了新的投资促进法旨在为投资者扩大特许权范围，最大化在老挝的投资效益。具体而言：外国投资者可以通过“与老挝投资法人不成立新法人基础上联合经营、与老挝投资法人成立混合企业（外国投资者所持股份不得低于注册资本的30%）、外国独资企业”三种形式到老挝进行投资；对水电、矿产和地产等行业政府鼓励开展BOT方式，特许经营年限水电行业一般25年，矿业30年；税收优惠政策方面，老挝政府对进口经有关部门批准的原材料、相关设备、机器配件可免征进口关税和营业税；外商资产方面，老挝宪法专门设立条款保证外商投资的利益，规定了国家有责任保证外国公司和个人合法权益，外国投资不会被国有化，《外国投资法》也对外国公司资产做了保证，如果政府因为公共目的征收需要对外商进行合理的补偿，同时外商也有权利把经营的合法利润带回本国。近年来，老挝大力发展经济特区建设，将铁路建设与水力发电项目建设作为发展经济的重点，以改善国内较为落后的交通基础设施和加快落实全国电力联网。因此，经济特区和基础设施成为政府重点鼓励和支持的投资领域。

应该注意到，老挝目前处于不断加大对外开放力度的阶段，各种法律均在修订完善当中，因此，法律政策的变化非常频繁，可能会给投资活动带来困扰。此外老挝投资法规中也存在对外国投资者不利的情形：如《外国投资促进法》规定外国投资者雇佣外籍劳动力，体力劳动者的占劳动者总人数的比例不得超过10%，脑力劳动者不得超过20%；老挝《劳动法》规定，老挝对国产钢筋、水泥、水泥瓦等产品实行保护政策；土地使用方面，外国投资者不能有偿或者无偿取得土地的所有权，只能通过租赁获得其使用权；另外老挝没有反对商业贿赂的法律，不利于公平竞争投资环境的营造。

表 1：老挝十大经济特区及优惠政策

特区名称	建立时间及特 许权期限	开发者	投资总额 (亿美元)	特区 产业	对外资优惠政策
他曲经济特区	2012 年 (75 年特许权期限)	老挝政府	0.8	旅游 贸易 服务	
塔霍湖经济特区	2011 年 (99 年特许权期限)	中国民营企业	16	旅游 贸易 服务	
赛色塔综合开发区	2010 年 (50 年特许权期限)	中国民营企业及老挝 政府合营	1.28	贸易 服务 工业	
普齐经济特区	2010 年 (99 年特许权期限)	老挝民营企业占 100%开发权	7.08	贸易 服务 工业	对金融、教育、卫生事业、旅 游、贸易、运输、服务等不同 程度上在一定期限内免税
万象诺通工业贸易 区	2009 年 (75 年特许权期限)	中国民营企业(台湾) 及老挝政府合营	0.129	旅游 贸易 服务	
东坡西经济特区	2009 年 (50 年特许权期限)	马来西亚民营企业	0.5	旅游 贸易 服务	
万象龙潭经济特区	2008 年 (50 年特许权期限)	越南民营企业	10	贸易 服务	
金三角经济特区	2007 年 (50 年特许权期限)	中国民营企业及老挝 政府合营	0.866	贸易 服务	
沙湾-色诺经济特 区	2003 年 (75 年特许权期限)	老挝政府占 100%开 发权	0.074	旅游 贸易 服务 工业	服务业、贸易业、工业相应可 免营业税 2-10 年、2-5 年、5-10 年，期限结束后分 别按投资额 8%-10%、营业 所得税 10%、营业税 8% 收取所得税
磨丁经济特区	2003 年 (50 年特许权期限)	中国民营企业占 100%开发权	5	旅游 贸易	

数据来源：BMI

4 经济金融环境

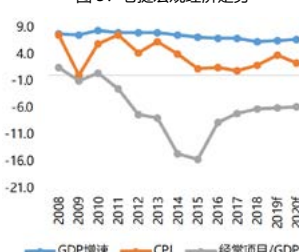
老挝宏观经济平衡渐趋改善，通胀实现趋

势性下降。1988 年启动市场化改革以来，老挝经济持续高速增长，1989-2017 年年均 GDP 增速达到 7.1%，并且在大部分年份处于 7.5%-8.0% 的稳定增长区间。老挝经济增长的主要动力来源于：首先，国内湄公河流域等水力资源丰富，大规模的电站建设拉动了投资，促进了对越南和泰国的电力出口；其次，得益于来自泰国的侨汇收入，老挝私人消费旺盛；最后，近年来老挝通过设立经济特区等方式大力吸引中国等国家的外资，制造业发展迅速，矿产开发和基础设施成为外国投资重点领域。目前，国内相关大型水电工程仍处于持续开发阶段，预计老挝电力出口仍将能保持较快增长，短期内经济增速仍能保持在 6.7% 左右的水平。长期来看，目前老挝处于亚太地区九个最不发达国家之一，虽然老挝矿业、金属、水力等资源丰富为其经济发展和工业化奠定客观基础，但经济结构较脆弱，老挝所处内陆位置造成基础设施开发成本和代价较高，产业结构单一，国内资本缺乏且对外开放力度不足使得国内资源开发力度不及预期，这将制约长期经济平衡增长（如图 3）。

老挝金融发展水平较低。

老挝金融业以银行部门为核心，其中国有银行在资产和信贷规模均占 50.0% 以上份额，国内资本市场规模很小。2018 年 M2 与 GDP 的比重为 51.4%，银行业信贷规模仅约相当于 GDP 的 59.3%，近 5 年虽然大幅扩张 20 多个百分点，但金融深度水平仍然不足，在同区域国家中处于较低水平。与此同时，老挝金融业发展基础薄弱，银行部门的技术、管理能力差，中央银行监管水平低；对农村地区和中小企业而言，金融可获得性依然严重不足。老挝实行有管理的浮动汇率制度，目前境内仅能办理美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎和泰铢的汇兑业务，居民个人和企业 在商业银行和货币兑换机构购买外汇后，资金必须存入商业银行专用账户，但进出口贸易没有汇兑限制；老挝对于跨境资金流动监管严格，禁止从老挝国内商业银行借入资金用于境外投资；此外，金融机构向非居民发放贷款须经老挝银行批准（如图 4）。

图 3：老挝宏观经济走势



数据来源：EIU, WFP

图 4：老挝金融市场发展指标排名 /140 国



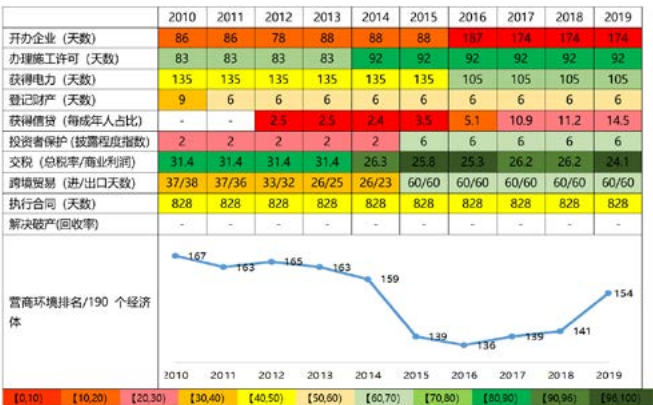
5 营商环境

老挝营商环境改善趋缓，且近年指标存在

恶化情况。老挝营商环境改善缓慢具有其深层次原因：主要是由于在经济快速增长的过程中，政府行政管理缺乏有效监督、违规行为和腐败现象突出，行政效率低下，审批流程冗长，相关外资促进法案滞后或对解决外商切实诉求缺乏针对性和可操作性，制约了外资进入效率，也挫伤了外资进入的积极性。自 2010 年以来，老挝营商环境改善得益于为融入中国 - 东盟自贸区，其税收体系同国际税收体系的积极接轨，并在 2011 年通过修正税法，降低了企业和个

人所得税，减轻了投资者的税务负担，但目前老挝利润税率仍高于亚洲平均水平，且税务主管机关的监督和执行能力有待提高。2016 年伊始，老挝营商环境再次呈现恶化态势，主要是由于：一是老挝较大规模的非正规企业经常违规操作使得法律制度流于形式，是外国投资者在老开展业务的重大障碍；二是交通、电力供应、土地使用权、本地融资环境制约了外商在老挝开展经济活动的效率，虽然电力开发力度加大切实缓解了用电紧张状况，但大规模建设的电力需要和电力出口需求旺盛使老挝电力资源仍处于供不应求的状态；三是对比同区域其他国家，目前老挝政府征税和行政费率较高，24% 的利润税和 10% 的增值税相较于越南（企业所得税仅为 22%）和泰国（企业所得税低于 20%）难以对投资者产生吸引力。此外，老挝政府还会根据商品类型收取不同税率的消费税，如 2018 年初就对燃油征收额外的消费税，导致零售价格上升，增加了居民和企业的生产生活成本。为此，老挝目前正致力通过将注册和税务登记合二为一、缩短进出口许可证审批时间并实现网上办理、撤销停滞项目的土地使用权等措施切实改善营商环境（如表 2）。

表 2：老挝营商环境状况



注：色阶颜色从红色-黄色-绿色，表示营商环境主要指标较差-良好-优秀的变化轨迹。
数据来源：世界银行

锐意创新 极致服务

持续革新评级技术和研究服务体系，
以“追求极致”的精神提供服务

践行中国评级梦

提升中国评级标准体系的国际竞争力

企业文化 CORPORATE CULTURE

■ 不忘初心、牢记使命，以时不我待、自我革新的精神，奋力谱写公司改革发展新篇章——东方金诚党委书记讲党课

7月19日下午，东方金诚党委召开党委中心组学习（扩大）会议，党委书记罗光同志为公司全辖员工讲授党课。

罗光书记讲述了中国共产党为人民谋幸福的初心使命，讲述了东方金诚经历的风雨曲折路，从成立之初逆境求存到取得全牌照后稳中求进，再到厚积薄发迎头赶上。



罗光书记指出，主题教育的根本任务是要守初心、担使命、找差距、抓落实，全体员工要有自我革新的精神，争做“评级工匠”，实现自我价值。

罗光书记强调，作为新锐评级服务提供商，要秉承“锐意创新、极致服务”的理念，通过打造技术自信，实现在同行业技术领先，在公司内部技术对市场的引领；将技术自信、领先与引领落实在每位员工的岗位上。

罗光书记要求，全体员工要严于律己，深刻认识到金融领域腐败形势的严峻性，坚决不可触碰道德红线，保持初心不改，让公司走得更远，早日达成我诚在国际舞台唱响中国评级声音的初衷与己任。

■ 东方金诚召开防控金融风险进行专题辅导

7月3日下午，东方金诚全体员工参加了以“准确把握监管导向，推动风险管理，日益精进，稳定发展格局”为主题的研讨会。

会上，首席宏观分析师王青同志以《下半年宏观经济形势与金融风险状况展望》为题，对下半年国内经济在增速、外需、投资、消费、通胀、货币与财政政策等方面进行预判与展望。首席金融分析师徐承远同志以《包商银行事件的银行业生态》为题，分析了商业银行信用风险集聚的深层原因。首席债券分析师苏莉同志凭借哲学化的逻辑，从债市趋势预测、系统性风险缓释、风险资产利好、各区域利差变化、民企/城投冰火两重天、违约潮的底层逻辑、后续违约触发点等不同侧面，抽丝剥茧地揣摩出当前国内债券违约形势，并着重分析了在违约常态化情况下的机遇与挑战。

■ 东方金诚党委班子成员集体参观李大钊北京故居

7月4日下午，东方金诚党委班子前往李大钊北京故居参观。



这座小三合院，是李大钊在故乡之外生活时间最长的居所，也在中国共产党的历史上有着特殊价值。在此，李大钊发表文章合33万字，参加会议120次；陪同会见各界人士，演讲各30次。陈独秀到上海组建党组织前，就曾与其在这所小院里有过重要会晤。党委委员们身临故居，感受到历史无声的传递。回首初心，虽岁月已逝，却永不褪色。

东方青年的“沙漠掘金”

5月18号下午，中国东方系统团委与人力资源部联合开展“沙漠掘金”场景体验式活动。东方金诚青年员工代表参加了本场活动。此次活动为青年员工提供了交流的平台，让每个人沉浸到项目管理中，最终实现知行转化。

“沙漠掘金”课程是目前国际上经典的游戏体验引导式课程之一。通过团队建设，从目标设定、策略执行、团队分工、危机应对、风险控制等方面进行深度挖掘，找到解决方法，同步映射到平时的工作中。



掘金之旅为期25天，各探险队需要在规定期限内，到大山深处挖金子，并返回大本营，最终以各队挖金折算的现金价值作为本队最终成绩。探险队可能经过沙漠、村庄、绿洲、古墓、大山五种不同的地形，每种地形每天天气情况不同，对应消耗的物资不同，各队需要设计合理的探险线路，储备充足的探险物资，并正确记录物资购买和消耗账目，实时搜集周边信息，在团队协作下，顺利完成掘金任务。同时，探险之路也设计了指南针、帐篷等应对恶劣天气的物资工具，设置了物资交换、保险及信用保证等救援机制，为整个掘金之旅增添了许多趣味元素。

“沙漠掘金”课程是国际上经典的游戏引导式课程之一。要求探险队在规定时间内，在深山中挖金子，并顺利返回大本营。参与的队伍感触多多，收获满满。

东方金诚第一期读书会

由东方金诚党委组织部、工会及团委主办，研究发展部承办的“繁荣与萧条——逃不开的经济周期与新形势下的资产配置”读书会活动在公司总部召开，公司各部门、各分（子）公司在京员工共同参加。

在本期读书会中，研究发展部分析师邹李永昊担任主持人，于丽峰博士对相关主题书目做了延伸讲解。

读书会紧紧围绕本次经济周期的主题展开了深入讨论，在场青年各抒己见，踊跃热烈的探讨与分析。最后，研究发展部苏莉博士对参加本次读书会的各部门同事的进取精神给予肯定，并希望能够通过读书会活动，激发大家的读书热情，培养大家的读书习惯。



本期书目：

《逃不开的经济周期》



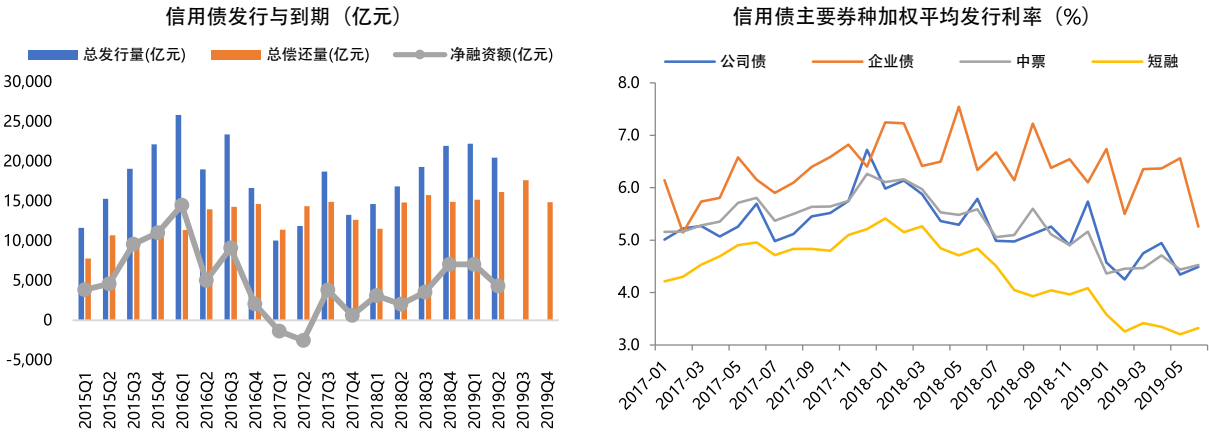
二季度主要债券指标统计表

指标	月份	2019 年 4 月	2019 年 5 月	2019 年 6 月
债券发行量	国债	4,658.9	4,453.2	3,842.4
	地方政府债	2,266.8	3,043.2	8,995.5
	政策性银行债	4,111.2	3,224.1	3,024.2
	企业债	448.6	74.7	209.8
	公司债	2,411.0	1,989.3	1,612.1
	中期票据	2,186.2	1,106.4	1,223.7
	短期融资券（含超短期融资券）	3,576.5	1,919.7	2,355.2
	定向工具	650.1	395.1	297.5
	同业存单	11,048.5	17,330.2	14,777.7
	金融债（除政策性银行债）	3,257.2	1,494.6	1,050.5
	资产支持证券	2,049.6	1,454.7	2,259.1
债券发行利率	国债招投标利率	3.33	3.24	3.15
	地方政府债招投标利率	3.63	3.74	3.55
	政策性银行债招投标利率	3.50	3.46	3.44
	企业债发行利率	6.38	6.51	5.26
	公司债发行利率	4.95	4.34	4.52
	中期票据发行利率	4.71	4.44	4.53
	短期融资券发行利率	3.35	3.20	3.32
	同业存单发行利率	3.02	3.12	3.09
货币市场利率 与 债券到期收益率	月末存款类机构 7 天期回购利率（DR007）	2.65	2.63	2.56
	月末 SHIBOR3 个月利率	2.93	2.91	2.71
	月末 10 年期国债到期收益率	3.39	3.28	3.23
	月末 3 年期 AAA 级中期票据到期收益率	3.95	3.78	3.68
信用利差	月末 3 年期 AAA 级中期票据利差	51.08	44.90	49.20
	月末 3 年期 AA+级中期票据利差	73.08	60.90	66.20
	月末 3 年期 AA 级中期票据利差	95.08	76.90	94.20

注：债券发行量单位为亿元，利率和收益率单位均为%，利差单位为基点（BP）；发行利率为当月加权平均发行利率；月末中期票据利差为月末中期票据到期收益率减月末相同期限国债到期收益率。

数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

主要债券指标走势图



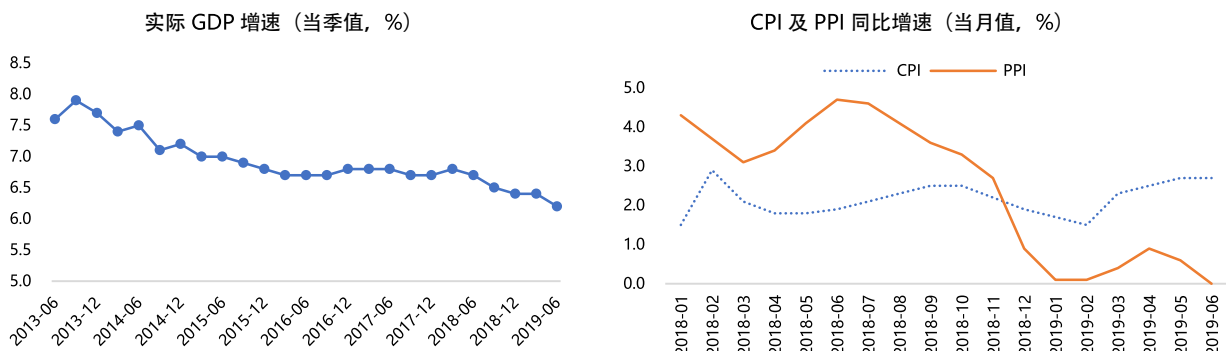
二季度主要宏观经济及金融指标统计表

指标	月份	2019 年 4 月	2019 年 5 月	2019 年 6 月
国内生产总值	国内生产总值 (GDP)	-	-	450,933
	国内生产总值 (GDP) 增长率	-	-	6.3
	工业增加值增长率	6.2	6.0	6.0
	固定资产投资完成额增长率	6.1	5.6	5.8
	社会消费品零售总额增长率	8.0	8.1	8.4
	(人民币计价) 出口金额增长率	5.7	6.1	6.1
	(人民币计价) 进口金额增长率	3.0	1.8	1.4
货币供应量 与 社会融资规模	货币供应量 (M1) 增长率	2.9	3.4	4.4
	货币供应量 (M2) 增长率	8.5	8.5	8.5
	社会融资规模存量增长率	10.4	10.6	10.9
	金融机构人民币贷款余额增长率	13.5	13.4	13.0
价格指数	居民消费价格指数 (CPI) 增长率	2.0	2.2	2.2
	工业生产者出厂价格指数 (PPI) 增长率	0.3	0.4	0.3

注：GDP 单位为亿元，增长率单位均为%；6 月 GDP 为 1-6 月累计值；GDP、工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口金额、进口金额、CPI、PPI 增长率均为累计同比增长率；M1、M2、社会融资规模存量和金融机构人民币贷款余额增长率均为月末存量同比增长率。

数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

主要宏观经济指标走势图



东方信用

GOLDEN CREDIT RESEARCH

VOL.25

2019 年第三期

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



东方金诚官方微信

Add : 北京市朝阳区朝外西街 3 号

兆泰国际中心 C 座 12 层

Tel. : 86-10-62299800 (总机)

Fax. : 86-10-62299803

E-mail : dfjc@coamc.com.cn

WWW.DFRATINGS.COM