◎ 大道之行 天下为公 P01
◎ 从达沃斯到中国 大公智慧之光照亮世界 P10
◎ 百时美施贵宝公司案例研究 P32

大公信用
DAGONG CREDIT

2018年第2期 | 总第114期
www.dagongcrg.com

大公世界评级梦
牵动人类共同命运

◎ 以史为鉴 以理正身
◎ 2018年全球银行业信用风险展望

大公微信订阅号　大公微博

大公国际信用评级集团

清晰描绘全景展现社会信用体系建设规律

《中国信用体系建设蓝图》简介

《中国信用体系建设蓝图》是第一部从信用管理社会化、社会管理信用化视角揭示信用关系社会化所决定的社会管理模式转型必然性及其内在逻辑和结构呈现形式的专著。“蓝图”第一次指出，信用经济社会管理模式的标志是，完成统计、分析、使用所有社会成员信用信息的社会信用管理系统，依据社会成员的社会信用度信息，分配社会资源，管理信用社会，这正是社会信用体系建设的终极目标。“蓝图”以社会信用管理系统根本使用功能为目标，以信用信息统计、分析、使用为核心内容，以信用信息全国互联互通为条件，按照信用信息的内在运动规律，第一次创造性地提出数据标准化、分析数字化、使用矩阵化的社会信用体系建设思路，全景描绘出这一极为复杂的社会信用管理工程结构，呈现了社会信用体系建设内容全貌及其内在逻辑。研究规律，发现逻辑，构建理论，设计模式，是“蓝图”创作的显著特点。“蓝图”系统性地回答了如何按照信用经济社会发展规律建设社会信用体系的问题，对我国社会信用体系建设实践具有现实指导意义。

淘宝　大公

亚马逊　当当　京东

请访问以上渠道购买

大道之行 天下为公

每年1月，瑞士小镇达沃斯都会聚集这个世界上最为动人的智慧与领导力，绽放着引领人类经济社会发展盎然而绚烂的春意。作为今年世界经济论坛年会的开幕之作，习主席在开幕演讲中以《共担时代责任 共促全球发展》为题，畅谈经济全球化与开放市场的深意，再一次对构建人类命运共同体这一伟大理念的内涵进行了解读。重塑公正合理的世界经济治理体系，坚持创新驱动打造与时俱进的发展模式，大公谋求转型发展的决心与中国旨在扮演全球领导者角色的高瞻远瞩不谋而合。所有的伟大都有着相似之处，当历史长河的波澜从涌起归于沉落，真正的智者与勇士终将在时间长河的洗礼中焕发永恒之光。

“我们既要有分析问题的智慧，更要有采取行动的勇气。”习主席如是说。

作为中国成立最早的信用评级机构之一，大公在国内信用评级行业发展初期依靠与西方评级机构开展合作，在彼时就实现了评级技术与标准的弯道超车，评级技术研发能力和业务能力始终在行业中处于领先地位。然而，大公并不满足于传统评级业务带来的事业繁荣，而是积极投身评级模式的创新工作，很早便着手研究以数字化评级技术提升评级效率。2014年，大公集团董事长关建中就提出，要科学研究互联网信用风险形成因素的内在联系，建立能够运用数字化进行分析的评级方法，实现评级模型与人工分析的最佳结合。2015年，大公发布了第一份中国互联网金融信用风险黑名单和预警名单，在中国互联网金融空前发展的黄金时代搅动一时风云。面对扑面而来的非议、质疑甚至抹黑，大公并没有选择停下互联网金融评级的脚步，反而坚定了基于专业研究和广泛实践逐步积累的信心和决心，更做出了实现互联网时代评级变革的道路抉择。

实现数字化评级是奠定评级在互联网金融的地位和承担公共责任的变革总方向。在这一理论方针的指引下，大公从思维方式变革、管理模式变革、评级模式变革、市场服务模式变革、核心竞争力建设模式变革和品牌建设模式变革六个方面开启了创新序幕，并决意从2014年初创想法到2019年大公成立25周年的周期里完成评级变革的华丽转身。

应该说，互联网技术的日新月异和信用经济时代进入新的历史阶段等客观因素共同促成了大公从提出到实现数字化评级变革的可遇不可求的历史性机遇，但大公的敢想敢为和超乎时代的发展远见同样是不可或缺的关键因素，其所展现出的是凌驾于时代的成功者独有的特质。

今天，创新已经深深植根于大公转型发展的土壤之中，在“五年计划”接近收官之际，大公以一系列卓有成效的规划和设计完成了在数字化评级、理论、方法、标准、产品、模式等方面的创新实践，创新了十大数字评级技术。同时，大公以此为技术支撑，将一系列数字评级产品和服务串联成为“数字评级产业链”，真正做到用大公主导的新技术、新产品治理信用评级行业的乱象，用良币驱逐劣币。

大道之行也，天下为公。习主席向世界传达的是中国创新发展的气魄与胸怀，大公亦如是。

大公国际信用评级集团

编委会
Editorial Committee

主办	大公国际信用评级集团
Sponsored by	Dagong Global Credit Rating Group
编委会主任	关建中
Editorial Committee Director	Guan Jianzhong
编委会委员	尼楚君　杜立辉
Editorial Committee Commissioner	Ni Chujun　Du Lihui
	杨　华
	Yang Hua
总编辑	蒋秀丽
Chief Editor	Jiang Xiuli
主编	佟　岳
Editorial Director	Tong Yue
资深编辑	付红玲
Senior Editor	Fu Hongling
美术编辑	郭大卫
Designer	Guo Dawei

地址	北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层
Address	29/F, Unit A, Eagle Run Plaza, No.26 Xiaoyun Road, Chaoyang District, Beijing, P.R.China
邮政编码	100125
Postcode	100125
编辑部电话	86-10-51087768
Tel	86-10-51087768
电子邮箱	dagongnews@dagongcredit.com
Email	dagongnews@dagongcredit.com
网址	www.dagongcrg.com
Website	www.dagongcrg.com

《大公信用》版权与免责声明

本杂志内容受《中华人民共和国著作权法》及相关法律法规的保护，版权为大公国际信用评级集团（以下简称“大公集团”）所有。未经大公集团明确的书面特别授权，任何单位、组织或个人不得变更、发行、转载、复制、重制、改动《大公信用》相关信息内容。如正当引用、刊发，须注明出处，且不得对本杂志内容进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

大公集团（包括其关联机构，下同）对本杂志内容准确性、及时性、完整性以及任何商业目的的可行性及适合性不作任何明示或默示的保证，也不保证杂志内容不会发生任何变更。

大公集团对任何单位、组织或个人由于使用或不能使用本杂志内容以及由于本杂志内容的任何错误所引发的或与之相关联的直接或间接损失不承担任何责任。

本杂志包含的内容由大公集团从其认为可靠、准确的渠道获得，杂志中观点、结论、建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本杂志提供的信息进行包括但不限于证券投资所造成的一切后果，大公集团概不负责。

内部资料　交流使用
For Internal Communication

新华社

高盛首席亚洲经济学家迪安竹在北京表示，从宏观经济管理的角度看，目前中国的产出接近潜在产出水平，通胀率接近目标通胀水平，可以说，中国经济已非常接近“甜蜜点”。展望2018年，中国的政策收紧预计更多是监管政策的收紧，包括针对影子银行、环境污染等领域，而不是加息等货币政策的收紧。

上海证券报

我国央行已采取常规措施和创新性措施来确保人民币流动性的合理稳定。《关于进一步完善人民币跨境业务政策促进贸易投资便利化的通知》提出的五项措施，也都在着力完善人民币跨境业务政策，促进贸易投资便利化，改善境外市场的人民币流动性。

新浪财经

财政部在《关于坚决制止地方政府违法违规举债 遏制隐性债务增量情况的报告》中表示，要坚决打消地方政府认为中央政府会“买单”的幻觉，坚决打消金融机构认为政府会兜底的幻觉。虽然地方政府债务风险总体可控，但个别地方政府继续通过融资平台公司、PPP、政府投资基金、政府购买服务等方式违法违规或变相举债，风险不容忽视。

凤凰国际

近日国际货币基金组织（IMF）官网发布发布了2018年全球展望指出，此轮全球经济增长基础广泛，特别是欧洲和亚洲地区出现了令人惊喜的显著增长。同时，IMF将2018年和2019年全球经济增长预测均上调了0.2个百分点至3.9%，反映了全球增长势头加强以及最近批准的美国税收政策变化带来的预期影响。

目 录 CONTENTS

2018 年第 2 期　总第 114 期

P08-P09 大公世界评级梦 牵动人类共同命运

封面报道
COVER STORY

卷首语 EDITORIAL

01 大道之行 天下为公

主权评级 SOVEREIGN CREDIT RATING

04 大公下调巴西主权信用等级
大公维持英国主权信用等级

资讯 MEDIA FOCUS

06 国内动态
07 国际动态

封面报道 COVER STORY

10 从达沃斯到中国 大公智慧之光照亮世界
12 以史为鉴 以理正身
——大公四次降低美国主权信用评级

行业观察 INDUSTRY OBSERVATION

16 2018 年全球银行业信用风险展望
22 2018 年中国证券行业信用风险展望

专题 SPECIAL SUBJECT

26 地方投融资平台海外发债现状及展望

案例分析 CASE STUDY

32 百时美施贵宝公司案例研究

信用研究 CREDIT RESEARCH

36 我国环渤海港口企业信用风险探究
39 地方性融资平台整合对企业信用风险的影响

社会信用体系 SOCIAL CREDIT SYSTEM

42 担保机构信用评级体系的构建

互联网金融 INTERNET FINANCIAL

44 大数据技术在供应链金融中的应用研究
47 浅析供应链金融下中小企业融资体系

大公下调巴西主权信用等级

大公对巴西主权评级历史跟踪表

时间	本币	展望	外币	展望
2018.1.31	BB+	负面	BB+	负面
2016.2.5	BBB-	负面	BBB-	负面
2015.5.4	BBB+	负面	BBB+	负面
2014.1.26	A-	负面	A-	负面
2013.1.28	A-	负面	A-	负面
2011.12.26	A-	稳定	A-	稳定
2010.7.11	A-	稳定	A-	稳定

2018年1月31日,大公决定将巴西联邦共和国(以下简称“巴西”)本、外币主权信用等级由BBB-下调至BB+,评级展望负面。政治不确定性导致巴西偿债环境恶化,经济结构性问题制约财富创造能力提升,政府债务负担高位攀升,本币贬值风险加大,致使巴西本、外币偿债能力下降。

下调巴西主权信用等级的主要理由阐述如下:

1、国内政治环境恶化,不确定性明显增加。反贪腐调查使得执政联盟分裂危机愈发紧迫,政府领导能力快速下降。2018 年巴西总统和议会大选存在极大的不确定性,政策连续性受到严峻挑战。信用环境方面,虽然通胀处于低位为巴西央行采取宽松货币政策提供空间,银行体系稳健性有所改善,但股市严重背离经济基本面而逆势大涨,资本市场风险值得关注。

2、消费和投资拉动经济复苏,结构性问题制约中长期经济增长。

3、财政赤字未能有效削减,政府债务高位攀升,本币偿债能力恶化。

4、外币偿债能力下降。

大公维持英国主权信用等级

大公对克罗地亚主权评级历史跟踪表

时间	本币	展望	外币	展望
2018.1.30	A+	稳定	A+	稳定
2015.11.25	A+	稳定	A+	稳定
2014.11.3	A+	稳定	A+	稳定
2013.8.1	A+	负面	A+	负面
2012.8.8	A+	负面	A+	负面
2011.5.24	A+	负面	A+	负面
2010.7.11	AA-	负面	AA-	负面

2018 年 1 月 30 日 , 大公决定维持大不列颠及北爱尔兰联合王国 (以下简称“英国”) 本、外币主权信用等级 A+, 评级展望稳定。英国偿债环境稳中承压,虽然脱欧风险迫使其经济增速放缓,不过财政赤字持续收窄使政府债务负担步入缓慢下行通道,加之较低的融资需求和便利的融资环境,政府偿债能力保持稳定。

维持英国主权信用等级的主要原因阐述如下:

1、偿债环境稳中承压,银行体系稳健性趋于稳定。特蕾莎·梅豪赌失利而组建弱势联合政府,政府治理能力因受反对党及联合政府内部掣肘而下降。脱欧谈判尚在艰难进行中,经济结构化改革和财政整固的推进步伐或将放缓。信用环境方面,为应对脱欧不确定性的预期冲击,英央行不断改善银行体系资产负债表,盈利能力和流动性略有改善,银行体系稳健性趋于稳定。

2、脱欧风险拖累短期经济增速,结构性问题限制中长期经济增长潜力。

3、财政赤字持续收窄,偿债来源保持稳定。

4、政府债务逐渐降低,偿债能力稳定。

大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

服务全球金融资本

勇担责任　　大胆创新　　服务全球

客服热线：4008-84-4008　　网址：www.dagongcredit.com

头条资讯 两部委：严禁企业债发行与地方政府信用挂钩

为防范地方政府债务风险，近日国家发改委与财政部联合发布《关于进一步加强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》，严禁申报企业将公益性资产及储备土地使用权计入资产、严禁企业债申报涉及与地方政府信用挂钩的虚假陈述、误导性宣传，严禁申报企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任。

值得一提的是，《通知》提出建立健全责任主体信用记录。

发改委：社会信用体系建设取得两方面最新进展

2月11日，据国家发改委政策研究室副主任兼新闻发言人孟玮介绍，社会信用体系建设取得两方面最新进展。

一是联合奖惩领域进一步扩大。国家发改委会同有关部门，新签署了《对交通运输工程建设领域守信典型企业实施联合激励的合作备忘录》和《关于对慈善捐赠领域相关主体实施守信联合激励和失信联合惩戒的合作备忘录》。截至目前，已累计签署5个守信联合激励备忘录和30个失信联合惩戒备忘录。

二是第二批电子商务领域严重失信企业黑名单发布。

民政部：社会组织列入严重违法失信名单将受惩戒

日前，民政部制定出台《社会组织信用信息管理办法》（以下简称《办法》）明确，社会组织未按照规定时限和要求向登记管理机关报送年度工作报告将被列入活动异常名录，被列入活动异常名录满2年的社会组织将被列入严重违法失信名单，成为重点监管对象，受到相关惩戒。

《办法》指出，国务院民政部门和县级以上地方各级人民政府民政部门负责在本机关登记的社会组织信用信息管理工作。社会组织信用信息包括基础信息、年报信息、行政检查信息、行政处罚信息和其他信息。

国税总局：2017 年推送多部门联合惩戒信息 6.42 万户次

2月1日，记者从国家税务总局获悉，2017年，全国各级税务机关共计公布税收违法“黑名单”4228件，同比增长近2倍；推送多部门联合惩戒6.42万户次，同比增长153%。国家税务总局办公厅副主任付树林介绍说，近年来税务部门不断加大税收违法“黑名单”公告及联合惩戒力度，重点做了三个方面工作。一是加强制度建设;二是加强技术支撑;三是加强部门协同。

2018年国家税务总局新设立涉税违法联合惩戒管理处，主要负责税收违法黑名单和联合惩戒制度落实、信息化建设和督导检查。

银监会加强对交易对手信用风险管理

银监会1月16日发布《关于印发〈衍生工具交易对手违约风险资产计量规则〉的通知》

提出三方面新要求：

第一，明确了计算风险暴露的三个层次：净额结算组合、资产类别和抵消组合。商业银行在区分每个层次不同组合的基础上，逐级计算风险暴露。

第二，规定了交易对手信用风险暴露的成分。违约风险暴露分为重置成本和潜在风险暴露两部分。

第三，拓展了风险参数的范围和种类。增加捕捉各类衍生工具的风险因子。在重置成本方面，引入了追加押品和增加保证金触发值等变量。

全国首个失信社会团体被处罚

2月12日，记者获悉，民政部对中国扇子艺术学会作出停止活动3个月的行政处罚，并将其列入社会组织严重违法失信名单。这是《社会组织信用信息管理办法》自2018年1月24日正式实施以来，首个被列入严重违法失信名单的全国性社会团体。

依据有关规定，被列入严重违法失信名单的社会组织，将受到相应惩戒，包括列入重点监督管理对象、不给予资金资助、不向该社会组织购买服务、不授予相关荣誉称号、作为取消或者降低社会组织评估等级的重要参考等。

头条资讯 全球主要经济体主权信用风险呈上升趋势

国际知名评级机构大公国际发布《2018年全球主权信用风险展望》报告认为，世界各主要经济体主权信用风险呈上升趋势。

报告指出，渐进式加息及扩张性财政政策将加重美国联邦政府债务负担;中国政府继续坚定不移地推进供给侧结构性改革，央行货币政策仍维持审慎，财政政策继续在推动供给侧结构性改革中发挥积极作用;外需低迷和国际资本流动性收紧将继续威胁新兴市场与发展中国家主权信用安全;欧元区主权债务高位缓降，但内部分化趋势明显;财政巩固无望与货币政策两难处境加剧了日本主权信用风险。

全球再保险费率将上浮

标普全球评级最新发布的报告指出，2018年1月全球再保险费率为同比持平至上浮5%左右。该机构预计费率上浮趋势将延续至2018年全年，尤其考虑到知名再保险市场佛罗里达和波多黎各再保险续转都将在上半年进行。鉴于这两个市场2017年所承受的赔付规模，其费率增幅无疑将会达到双位数。

标普全球评级信用分析师Taoufik Gharib表示："我们对未来12个月全球再保险行业和大部分受评再保险公司仍持稳定展望。从总体上看，2018年1月续转期的再保险定价似乎止住了下跌趋势，触及了承保周期中的转折点，趋势向上。

2018 年内企境外债发行量续升

信用评级机构惠誉报告指出，在持续控制金融风险的监管大环境下，中国境内市场将继续保持收紧状态，因此，继去年创下历史新高以后，2018年中国企业境外债券发行总量或将再度上涨。

今年的境内发行量有可能再次下滑，境内再融资需求亦有所降低。

惠誉认为，向境外市场转移的趋势并未导致企业部门风险大幅上升，风险仍然主要存在于国内的高杠杆率。大多数发行人并未过度发行远高于其本币现金流量的外币债务，因此，惠誉预计监管机构将不会采取严苛的措施来限制企业在境外融资。

亚太非金融企业将延续稳定评级趋势

国际评级机构穆迪近日发布报告预计，2018年亚太非金融企业将延续2017年所呈现的稳定评级趋势。穆迪预计，2018年G20国家的经济增速将提高到略高于3%的水平，该经济增速高于2016年的2.5%，也高于2017年的水平。与此同时，G20新兴市场国家2018年经济增速预计可达5.4%，而中国的经济增速预计会小幅放缓至6.6%。包括美国和欧盟在内的主要经济体谨慎实施货币紧缩政策可使企业借款成本保持在可控水平，并且继续获得流动性资金。

此外，2018年亚太企业债务到期以及由此产生的再融资需求亦将处于可控状态。

美国新税法不会对中国产生重大信用影响

1月31日，穆迪投发布研究报告称，美国去年12月通过的新税法将不会通过双边贸易、外汇市场、跨境投资流动和减税竞赛，对其最大贸易伙伴之一的中国产生重大的信用影响。

穆迪分析，中美双边贸易方面，减税仅会为美国经济带来温和的额外增长，因此不会大幅增加美国对中国出口的需求。减税对货币的影响也将温和，除了美国经济增长高于趋势所带来的影响以及2018年美联储加息的预期以外，减税措施不会对人民币造成额外的下行压力。

穆迪预计，美国企业将海外利润汇回美国国内不会导致中国大量现金外流。

英国退欧一旦出现失序将令英国主权评级承压

2月5日，国际评级机构标普发出警告称，英国展望维持负面，以反映英国退欧风险，欧盟不太可能在英国退欧谈判中采取温和路线，若英国退欧出现失序状况，将令英国主权评级承压。

有英国政府官员称，英国首相特里莎·梅已经排除了英国在脱欧后留在欧盟之关税联盟内的可能性，并补充道，留在"某个"关税联盟也不是政府的政策。

目前有调查显示，除了一人之外，其余经济学家都预计英国央行将上调对 2018 年的经济增长预测，而对未来两年的预测很可能保持不变。

BBB+
AA
AA
A+
AAA
AA-
B-
AAA

大公世界评级梦 牵动人类共同命运

2018年新年伊始，大公发布公告将美利坚合众国（以下简称“美国”）本、外币主权信用等级由A–下调至BBB+，评级展望负面。消息一出，美元指数闻讯下跌720点，创近三年来新低。由此引发的还有美国国债需求的下行风险，大公评级对美国主权信用风险的揭示，或将成为美国国债和美元价值在全球市场地位改变的拐点。

这是大公第四次给美国降级，从2010年至今，大公给予美国主权信用等级的评定已经从AAA下降至BBB+。人们一次次惊叹，在世界三大信用评级机构始终维持美国信用高评级的状况之下，在美元国际储备货币地位仍显稳固的今天，大公打破现存国际评级体系的普遍观点，依据自身具有独创性的信用评级标准和方法，直指美国债务经济的薄弱之处，揭示潜在债务违约风险。

在今年的世界经济论坛上，习主席提出的“构建人类命运共同体”的概念被进一步发扬光大，坚定了各国担当时代责任、促进全球发展的决心。大公作为这一理念的践行者，在与世界经济发展休戚相关的信用评级行业当仁不让，以公正评级为世界经济健康发展把脉，成为名副其实的引领世界前行的思想之光！

从达沃斯到中国 大公智慧之光照亮世界

胸怀世界评级梦是大公崇高的追求，坚决维护世界经济健康发展是大公践行推动经济全球化战略、构建人类命运共同体的终极目标。

文 / 佟岳

公元2018年，或许可以在多年之后被看作是全球经济发展的重要拐点，它见证着世界经济治理的模式探索和体系重构在开放心态、大国责任、科技进步、消费习惯、社会治理等多层次、多角度的深刻变革中不断演进。而信用评级作为其中扮演着重要角色的一环，率先尝试摆脱旧时代的桎梏，告别低效率的评级模式，摒弃利益驱使下的观念和标准，砸碎违背评级规律的狭隘的意识形态镣铐。大公正是站在人类经济社会发展的高度化身为一把创新的标尺，将中国人的评级智慧贡献给世界。

经济全球化下的金融暗流

1月23–26日，瑞士小镇达沃斯再度迎来举世瞩目的世界经济论坛。在“在分化的世界中打造共同命运”这一主题之下，今年关乎世界经济发展的声音再次集中于构建人类命运共同体，期待开放、合作与共享，摒弃封闭、孤立与霸权，中国的思想之光正在引领世界经济前行。而大公也在不断酝酿突破世界评级格局的变革力量，给美国降级是大公校正评级天平的公正砝码，唯有胸怀世界评级梦的大公才能担起开启信用评级新时代的历史责任。

这是一个充满矛盾的时代，一方面，物质财富不断积累，科技进步日新月异，人类文明发展到历史最高水平。另一方面，地区冲突频繁发生，恐怖主义、难民潮等全球性挑战此起彼伏，贫困、失业、收入差距拉大，世界面临的不确定性上升。面对这样的发展失衡，习近平主席在今年的达沃斯年会开幕演讲中一针见血地指出，把矛盾的爆发归结于经济全球化是错误的，正如国际金融危机的根源是金融资本过度逐利、金融监管严重缺失。对于金融危机本质的探究也是大公一直以来倾注智慧开展的重要工作，其所提出的理论成果对于避免重蹈危机覆辙和认识现存国际评级体系的不足有着重要的研究和实践价值。

2008年全球金融危机爆发后，大公集团董事长关建中就根据自身深入研究提出，在生产与信用、信用与评级的两对矛盾推动世界经济发展的规律之下，信用评级作为制衡信用无度扩张的逆周期力量起着揭示信用风险，维系着健康、可持续的信用关系增长，而现存国际评级体系违背了这一规律，无视了信用增长必须以财富创造能力为基础的原则，不断向债权人提供错误的评级信息，最终导致了信用关系的破裂。他直言，金融危机的本质是信用危机，而全球性的信用危机是对依据错误评级信息建立缺乏偿债能力的信用关系的一个调整过程。脱胎于西方信用评级思想的国际评级体系在客观上对信用危机的爆发起到了推波助

澜的作用，以美国金融市场为代表的危机爆发前夕的一派经济繁荣，正是通过不断积累信用泡沫作为发展动力，导致了信用扩张持续超越创富能力，扎根于美国的西方三大评级机构彼时没有发现这种信用风险的积累，反而利用评级话语权疯狂谋取私利，其背后反映出的是西方评级体系的高度意识形态化和逐利本质。而今天，这一趋势依然暗流涌动，美国债务经济状况恶化的不断加剧或许正在酝酿着一次新的破坏性更强的全球范围的金融灾难。

给美国降级 坚守评级责任

2018年1月16日，大公发布公告将美利坚合众国（以下简称“美国”）本、外币主权信用等级由A-下调至BBB+，评级展望负面。消息一出，美元指数闻讯下跌720点，创造了三年以来的新低。由此引发的还有美国国债需求的下行风险，评论家认为，大公评级对美国主权信用风险的揭示，或将成为美国国债和美元价值在全球市场地位改变的拐点。

这是大公第四次给美国降级，从2010年至今，大公给予美国主权信用等级的评定已经从AAA下降至BBB+。人们一次次惊叹，在世界三大信用评级机构始终维持美国信用高评级的状况之下，在美元国际储备货币地位仍显稳固的今天，大公打破现存国际评级体系的普遍观点，依据自身具有独创性的信用评级标准和方法，直指美国债务经济的薄弱之处，揭示潜在债务违约风险。

在美国政府停摆、不断通过调整债务上限等方式延缓违约发生的现实面前，大公以科学、公正的评级理论为根基，坚决维护信用评级责任的本源，用事实说话，为避免世界经济重蹈2008年金融危机覆辙预警，展现出具有全球视野和肩负评级责任的专业评级机构所应有的智慧与担当。

大公四次给美国降级每一次都是秉持公正、客观的态度加以解析，回顾大公给美国降级的历史轨迹，我们不难发现，胸怀世界评级梦是大公崇高的追求，坚决维护世界经济健康发展是大公践行推动经济全球化战略、构建人类命运共同体的终极目标。

评级智慧之光驱散经济阴霾

在大公给美国降级的公告发出后，美元指数直跌720点收于90.10，继半个月前巴基斯坦央行批准中巴双边贸易使用人民币结算后再次受到重创。这是一次对改革国际评级体系事业的巨大推动，同样是对西方操弄评级话语权工具的无情反击。遥想在2016年俄罗斯圣彼得堡国际经济论坛上，关建中所作“事实上信用评级充满了政治偏见，而大公只会考虑中央政府的债务偿还能力”的慷慨陈词，和美国三大评级机构对于中国主权信用等级缺乏深入认知和客观依据的评断，相较之下更彰显出大公一贯秉持的揭示信用风险的评级责任，以及维护世界经济可持续发展的眼界和胸怀。

从2010年起，大公先后于2011年、2013年和2018年四次给美国降级，在一次次震惊世界之余，大公在每一次降级时都详尽阐述了在当时的国际经济大背景下，美国债务经济暴露出了哪些违约风险的苗头，用大公独创的评级原理指出病灶所在，用政策导向和施政方针等事实和数据佐证观点。更为重要的是，对于信用评级而言，不仅要信奉真实数据，更要看重真实结论以及推导结论的诞生过程和究其成因。经济始终沿着真实结论的方向前进，虚妄的评级结果无法避免2008年发端于美国的信用危机，如果彼时的评级结果是准确无误的，信用危机便不会产生。

在今年的世界经济论坛上，习主席提出的“构建人类命运共同体”的概念被进一步发扬光大，坚定了各国担当时代责任、促进全球发展的决心。大公作为这一理念的践行者，在与世界经济发展休戚相关的信用评级行业当仁不让，以公正评级为世界经济健康发展把脉，成为名副其实的引领世界前行的思想之光！

以史为鉴 以理正身
——大公四次降低美国主权信用评级

大公用事实说话的方式打破了世界头号信用帝国的神话，体现了大公信用评级标准的一致性和公正性。

文 / 付红玲

2018年1月16日下午，大公下调了美国的主权信用等级引发全球欢呼。这是时隔5年后，大公再次给美国降级。消息一出，美元指数应声下跌至三年最低，随后1月20日开始美国政府停摆危机持续三天，美债市场危机四伏。大公揭示美国潜在债务违约风险，其先进性和权威性再一次彰显。

这是大公第四次给美国降级。人们一次次惊叹，在美元国际储备货币地位仍显稳固的今天，大公打破现存国际评级体系的普遍观点，依据其具有独创性的信用评级标准和方法，直指美国债务经济的痛点，并且指出未来美国或成为下一场金融危机的爆发点。

在美国政府停摆、不断通过调整债务上限等方式延缓违约发生的现实面前，大公以科学、公正的评级理论为根基，坚决维护信用评级责任的本源，用事实说话，为避免世界经济重蹈2008年金融危机覆辙预警，展现出具有全球视野和肩负评级责任的专业评级机构所应有的智慧与担当。

第一次下调美国评级

2010年7月11日，大公对美国信用等级初评评定为到AA，展望为负面,结束了美国自1945年以来一直位居最高等级AAA的历史,此举引起全球轰动。

大公认为，此次美国政府过度负债与信用评级密切相关。自1949年穆迪给予美国政府AAA等级以来，这一信用等级就从未有过变化，正是这样一个最高信用级别使美国可以很容易借到钱。1985年美国由债权国变为债务国，随后又沦为净债务国，债务规模越来越大，偿债能力日益下降，但评级机构并未向投资人及时披露其信用风险变动情况，依然维持其最高的信用等级，这种错误评级信息引导全球资本流向美国，为美国政府增加负债提供了条件。

同年11月9日，针对美国推出6000亿美元的量化宽松政策，大公再次发

布降级公告，将美国信用级别从AA级降到A+。

几天后，G20首尔会议召开。G20首脑峰会的召开正值世界经济复苏的关键时刻，其中一个重点议题是国际金融体系的监管问题。大公在这个节点发布美国降级公告，引发热议。但关建中曾对记者坦言，当时并没有想太多，“因为大公作为一个专业评级机构，是按照自己的标准和程序去做的一个事情”。

有专家称大公“敢为天下先”，基于两点原因：一是走在“三大”之前的准确判断，公正评级；二是对改革国际评级话语权的先发认识。

第二次下调美国评级

2011年8月月3日,标普下调美国信用评级的前两天，大公国际就宣布将美国的本、外币国家信用等级从A+下调至A，展望为负面，提前对美债危机进行了警示。就在次日，美国股市出现“雷曼式”暴跌，跌幅创下2008年金融危机爆发以来最大值。

大公国际认为，美国国会批准提高政府负债限额，进一步表明影响国家偿债能力的诸多因素在相当长的时期内不会出现积极变化，本国财富创造能力与国家巨额消费严重失衡的局面不会出现根本改变，因此美国偿债能力将继续保持下降趋势，偿债能力下降与债务负担上升矛盾的积累增加了爆发主权债务危机的必然性。

同年8月5日，标普下调美国信用评级。大公因先于标普对美债危机进行了预警，引发全球关注，美国《华尔街日报》、英国《每日电讯报》和印度《经济时报》纷纷以大标题报道。

正是由于大公多年以来孜孜不倦、孤独求索的埋头坚持，在这一历史节点上，大公才能有“先见之明”。正如关建中董事长所说，“美国三家机构长期的垄断地位已控制了人们对评级领域权威公正的看法。人们对这个行业不了解，就会认为他们最好、最可靠。长期以来，谁都不敢挑战美国的评级机构，在评级领域也没有创新。”

第三次下调美国评级

2013年10月16日，美国参众两院达成协议结束政府部门关门和提高债务上限的消息一经传出,作为首家非西方国际评级机构的大公迅即做出反应，10月17日，大公“将之前被列入负面观察名单的美国本、外币主权信用等级从A下调至A–，展望维持负面”，随后美元指数开始跳水，现货金出现大量买盘，推动价格急剧拉升。

大公指出,美国参众两院达成协议结束政府部门关门和提高债务上限虽然使美国联邦政府暂时避免了债务违约，但却没有改变债务增速大幅高于财政收入和国内生产总值的基本面，高度依赖借新还旧维持其偿债能力的模式不断增加联邦政府债务偿还能力的脆弱性，导致主权债务时刻处于危机的边缘。

大公下调美国评级引发媒体巨大反响。中央电视台在《新闻联播》、《晚间新闻》栏目中进行重点报道，新华社、中新社、中国日报、中国证券报、经济参考报、证券时报、每日经济新闻等

媒体在第一时间做出反应。美国华尔街日报、英国路透社、美国彭博社、俄罗斯RT电视台、法新社、美国CNBC、美国福布斯、美国之声等媒体对此进行了报道。

有网友微博感叹，“这是中国软实力的体现”。有网友在微博中称，“中国评级机构也有这么大威力!不一般啊”;更有网友感叹:“大公？居然这么有影响”。

第四次下调美国评级

2018年1月16日，大公发布公告宣布下调美国主权信用评级，将美国本、外币主权信用等级由A-下调至BBB+，评级展望负面。大公评级报告一经发出，立刻引发市场反响，本已疲弱不堪的美元遭受痛击，美元指数一度跌至3年新低。

大公国际表示，在美国税改的影响下，预计2022年美国财政收入占GDP比值降至14.0%，预计2018年、2019年美国政府财政赤字率分别上升至3.9%和4.1%。美国政府的偿债能力将进一步弱化。而市场对美国国债和美元的价值认同正在发生逆转，这将是摧毁美国中央政府脆弱债务链条的强大力量，其虚拟偿债能力有可能成为下一场金融危机的爆发点。

另外，上调债务上限的压力将频繁“袭击”美国政府。财政缺口及到期债务偿付压力将迫使美国政府债务高位攀升，大公国际预计2018财年与2019财年中央政府财政收入对债务覆盖率分别为14.9%和14.2%，2022财年进一步恶化至12.1%。

大公下调美国评级引发全球热议，国内国际主流媒体、大型新媒体平台刮起了报道的风潮，大公下调美国评级成为当天经济、政治等社会各界热议的焦点，媒体纷纷用“顶级评级机构”、“评级界佼佼者”等字眼形容大公，让大公品牌再次在全世界闪耀。

中央电视台、中国日报、经济日报、新浪财经、凤凰财经、华尔街见闻、雅虎财经、香港南华早报、今日俄罗斯、美国道琼斯旗下《市场观察》、印度《商业标准日报》等中外主流媒体报道。世界三大通讯社英国路透社、美国彭博社、俄罗斯塔斯社进行专题报道，引发国际各大媒体引用。

大公下调美国评级引发全球关注

从2010年至今，大公给予美国主权信用等级的评定已经从AAA下降至

BBB+。人们一次次惊叹，在世界三大信用评级机构始终维持美国信用高评级的状况之下，在美元国际储备货币地位仍显稳固的今天，大公打破现存国际评级体系的普遍观点，依据自身具有独创性的信用评级标准和方法，直指美国债务经济的薄弱之处，揭示潜在债务违约风险。

大公在 2018 年伊始，发布美国主权评级报告，再次引发全球热议，国内国际主流媒体、大型新媒体平台刮起了报道的风潮，媒体纷纷用“顶级评级机构”“评级界佼佼者”等字眼形容大公，让大公品牌再次在全世界闪耀。

大公用事实说话的方式打破了世界头号信用帝国的神话，体现了大公信用评级标准的一致性和公正性；揭示了债权人与债务人关系的基本准则，那就是债权人应该拥有评级话语权，作为最大债务国地位的美国不应再垄断国际评级话语权；降低美国信用等级的勇气和能力让世界感到震惊的同时，对大公价值观的赞许与好评如潮；人类评级价值观和世界评级格局将由此开始改变。

中国出手了！“以彼之道，还施彼身”下调美国主权信用评级为负面。帝国正在崩塌！

原创 2018-01-17 秋 新华人资讯

1月16日中国信用评级机构“大公国际”决定将美利坚合众国(以下简称“美国”)本、外币主权信用等级由A-下调至BBB+，评级展望负面。上层建筑对经济基础的长期负向作用使美国中央政府偿债来源继续恶化，且这一趋势因政府大规模减税呈加速之势，对债务经济模式的愈加依赖将持续削弱中央政府偿债能力。

2018 年全球银行业信用风险展望

文 / 张晗菡 李喆 韩熙良

主要观点

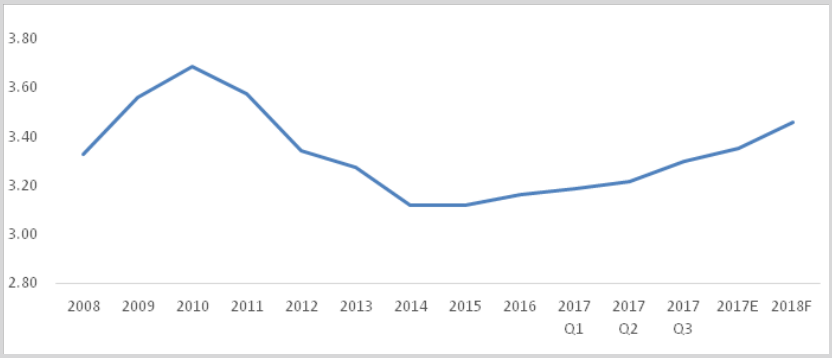
- 全球银行业信用风险总体稳中有降，但主要区域银行业信用风险特征仍有明显差异。
- 美国银行业盈利及资产质量改善、资本实力大幅提升，风险抵御能力增强，信用风险将保持改善趋势。
- 欧洲银行业信用风险犹存，盈利水平缓慢提升，不良贷款问题仍然突出。
- 中国银行业资产质量持续稳定，盈利及资本充足水平略显承压，强监管下银行业信用风险总体可控。
- 新兴市场银行业盈利能力有望改善，但信用质量仍面临不良贷款高企、资本充足压力及外部环境不确定性等诸多挑战。

2018年，全球银行业信用风险总体稳中有降，但主要区域银行业信用风险特征仍有明显差异。受全球经济普遍回暖、信贷市场需求提升等利好因素影响，全球主要区域银行业盈利能力与资产质量均有不同程度改善；2008年金融危机后金融监管更为严格，使全球银行业资本实力得到增强，风险抵御能力提升。不过，持续低利率环境和危机后对不良资产处置不力使发达国家银行业信用风险分化更为明显，美国银行业信用质量已得到明显改善，欧洲银行业盈利能力在低利率环境下持续承压、资产质量风险突出、资本缓冲压力犹在，信用风险依然显著，个别国家银行业风险将挑战区域金融稳定。以金砖国家为代表的新兴市场国家，由于仍处于内部经济结构调整和接轨国际金融监管标准的阶段，银行业信用质量仍存在不同程度的脆弱性。其中，中国银行业监管成本将明显上升，盈利、流动性及资产质量虽存在一定压力，但风险可控；印度、俄罗斯银行业不良贷款问题突出，资本缓冲能力承压，脆弱性显著；巴西、南非银行业则受国内外政治经济不确定性影响，信用质量改善面临挑战。

一、美国银行业盈利及资产质量改善、资本实力大幅提升，风险抵御能力增强，信用风险将保持改善趋势。

美联储加息与金融去监管趋势将为2018年美国银行业发展提供一定有利运营环境。2017年特朗普政府偏向金融自由的《金融选择法案》在众议院通过，考虑参议院议员分布以及社会舆论，2018年该法案通过参议院并最终落地将面临较大阻力，但预计共和党有

图 1-1：美国银行业净息差（%）

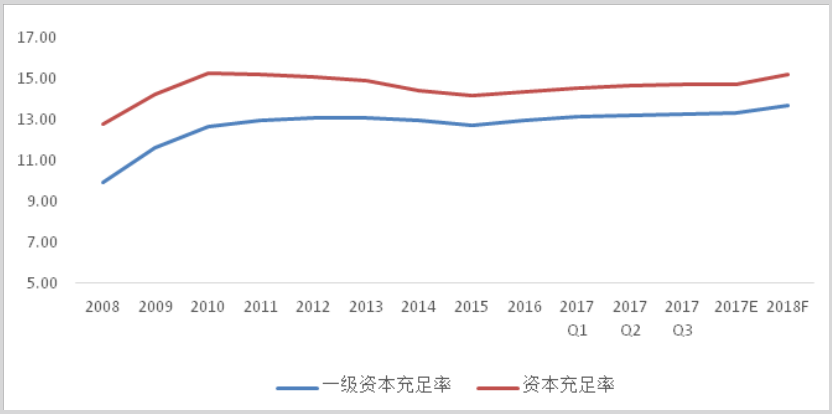


数据来源：美国联邦存款保险公司、大公

可能通过折中方式或政策博弈渐进推动金融自由化，拓展银行业营业收入渠道并减少合规成本。与此同时，2017年美联储加息和实体经济融资需求回暖带动银行业盈利能力持续增强，2017年三季度末银行业年化总资产收益率为1.12%，年化净资产收益率为9.89%，创次贷危机十年来新高。2018年，鉴于美国通胀稳定上行，预计美联储将加息三次，联邦基金利率区间升至2%–2.25%，未来五年美联储资产规模将缩减至2.1万亿美元左右。美联储加息缩表的货币政策将加速市场利率上移，进一步扩大期限利差，改善银行净息差（图1–1）。综上，预计2018年银行业利息净收入上升态势将愈加明显，推动盈利能力进一步增强。

资产质量持续改善及资本实力提升已大幅提升美国银行业风险抵御能力。受经济回暖、市场融资需求和利率提升等影响，银行信贷供给意愿持续增强，2017年三季度末银行贷款余额/总资产提升至55.43%。而盈利能力持续加强为银行加大信用卡等资产坏账核销力度奠定良好基础，截至2017年三季度末，美国银行业不良贷款规模连续30个季度下降，不良贷款率降至1.20%，为2007年四季度以来的最低值，美国联邦存款保险公司（FDIC）接管问题银行数目和资产总额延续双降势头，仅占行业机构总数的1.81%和总资产的0.09%。2018年，虽然自然灾害或对南方地区农业信贷质量造成一定不确定性，但在新增信贷需求持续提升、盈利能力改善等因素支持下，银行业资产质量仍有改善空间。与此同时，银行业拨备覆盖率2017年三季度末达107.92%，为2007年四季度以来的最高值，资本充足程度将延续2015年以来的稳步上升趋势（图1–2）。虽然2018年美联储加息或加大美国金融市场波动，但鉴于银行业整体抗风险能力已大幅提升，其信用仍将保持稳定。

图 1-2：美国银行业资本实力（%）



数据来源：美国联邦存款保险公司、大公

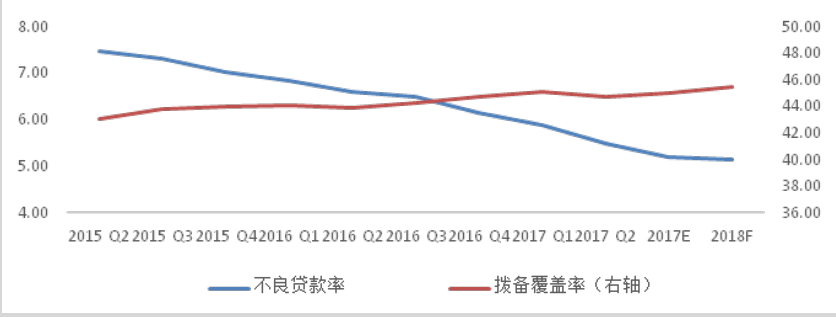
二、欧洲银行业信用风险犹存，盈利水平缓慢提升，不良贷款问题仍然突出。

2018年，欧洲银行业盈利水平受超宽松货币政策制约改善有限。2018年，经济复苏有望带动欧洲银行业信贷规模上升，利息收入增加将拉动盈利改善。不过，超宽松货币政策、监管成本上升等因素仍严重制约欧洲银行业盈利停留在较低水平。首先，2018年欧洲央行每月购债规模由600亿欧元减少至300亿欧元，购债计划延长至2018年9月，地区经济复苏基础脆弱使其加息进程预计于2018年底或2019年

启动。超低利率环境使欧洲银行业净息差改善有限。其次，2018年欧洲银行业监管仍将保持趋严态势，新会计准则IFRS9实施将对银行拨备计提和合规成本造成一定压力。最后，居高难下的不良贷款规模使部分国家银行业仍面临损失准备计提、不良贷款处置成本、问题银行重组费用及裁员补偿款等成本压力。因此，尽管2017年上半年欧洲银行业年化总资产收益率提升至0.47%，年化净资产收益率提升至7.10%，且预计改善趋势将在2018年延续，但其总体盈利水平在全球银行业中仍处于较低水平。

高不良贷款将持续威胁欧洲银行稳健性。受益于欧洲经济企稳复苏，欧洲银行业不良贷款率高位缓降，截至2017年二季度末虽已降至5.48%（图2–1），但仍高于全球主要区域银行业，信贷风险仍居全球最高。不仅如此，欧洲各国间银行业信贷风险差异显著，其中北欧国家银行业不良贷款率维持低位，欧洲核心国家（英国、法国、德国）低于欧洲银行业平均水平，爱尔兰、西班牙、葡萄牙随国内经济复苏呈高位下降趋势，意大利、希腊不良贷款问题仍然严峻（图2–2）。2018年，受制于以下因素，不良贷款问题仍是欧洲银行业最大威胁：1、银行债务追偿过程无效而昂贵，不良贷款出清受阻；2、持续低利率环境限制银行通过盈利改善消化不良；3、银行业监管加强并限制政府救助行为，通过官方支持推动不良资产问题解决存在困难；4、欧洲部分国家（尤其以爱尔兰为代表的欧洲北部国家）存在明显房地产泡沫，银行业房地产信贷占比过高，中期内全球央行陆续货币正常化导致的利率上升极有可能冲击房地产价格泡沫，威胁欧洲银行业稳健性。

图 2–1：欧洲银行业资产质量（%）



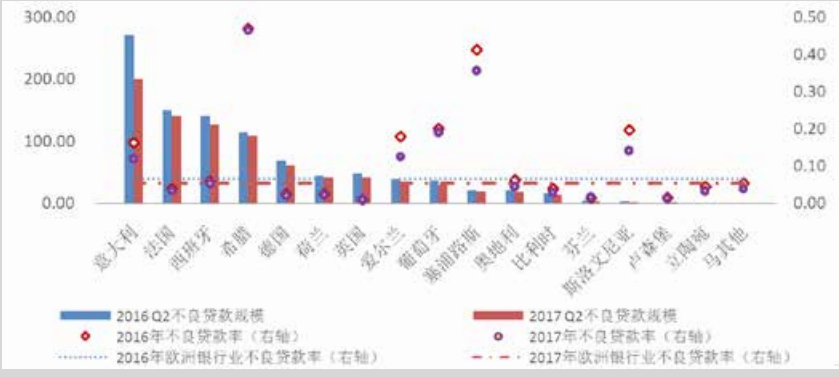
数据来源：欧洲银行管理局、大公

风险缓冲能力疲弱和区域金融复杂性将推升欧洲银行业信用风险。在欧洲银行业强监管驱动下，银行业通过筹集股份、提高留存等方式，持续提升资本缓冲能力，2017年二季度末欧洲银行业资本充足率小幅增长至17.99%，英国、西班牙、爱尔兰等个别国家则出现资本充足率小幅下滑。2018年，随着全球主要发达国家央行陆续启动缓慢加息进程，金融市场波动性加剧将直接增加欧洲银行业股权融资难度，部分国家银行业仍面临资本补充力度不足的压力。与此同时，2017年第二季度末欧洲银行业不良贷款拨备覆盖率仅为44.74%，远低于全球主要区域银行业拨备水平。在不良资产改善缓慢、潜在资产质量风险突出的情况下，欧洲银行业风险缓冲能力依然欠缺。此外，欧洲主要系统性重要银行业务遍布各个国家，对外风险敞口规模较大，这使部分国家金融体系信用风险极易传导至其他国家银行业，形成区域系统性金融风险。

三、2018 年金融强监管下，中国银行业资产质量持续稳定，盈利及资本充足水平略显承压，信用风险总体可控。

2018年强监管仍将是中国金融政策主旋律，并对银行业发展产生重要影响。2017年中国银行业监管力度明显加强，中国人民银行正式实施宏观审慎评估（MPA）标准加大对广义信贷的控制力度，银监会陆续出台多项监管措施打击监管套利等市场乱象，加强银行流动性监管，并对同业、委外、理财等业务进行重点管理，同时“一行三会”之上成立金融稳定发展委员会实现全国金融监管的统一。2018年，美联储加息将增加新兴市场国家升息和资本外流压力，为确保中国供给侧改革持续深入推进、严防金融系统性风险，强监管

图 2-2：欧洲各国银行业不良贷款率情况（十亿欧元、%）



数据来源：世界银行、国际货币基金组织、大公

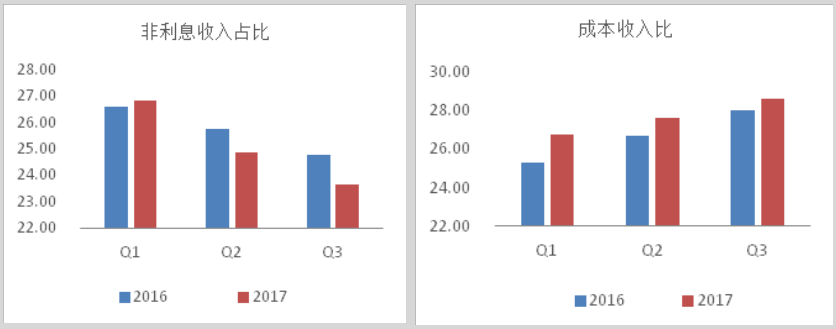
仍将是中国金融监管的主旋律，金融稳定发展委员会将发挥更大作用，并重点关注影子银行、互联网金融、资产管理、金融控股公司等，引导信用资源服务实体经济。在此环境下，银行业业务发展将有明显调整，银行理财产品余额增速显著下降，影子银行体系出现萎缩，同业业务持续下降，银行混业经营将更加规范。

监管成本上升将继续施压银行业盈利能力。2018年，货币政策保持稳健中性，金融市场利率有所上移，强监管下银行风险管理意识加强使银行信贷扩张增速平稳，银行净息差趋稳且或有回升。但金融监管加强带来的监管成本上升将继续制约银行盈利能力。首先，利率市场化改革以来，银行普遍加大同业与理财业务以缓解净息差下行压力，但随着监管机构对同业、理财、委外等业务监管的加强，银行业手续费及佣金收入持续承压，银行业非利息收入占比自2017年第二季度以来降幅显著，预计2018年仍将面临一定压力。其次，随着金融监管加强，银行成本开支加大，经营效率略显承压。虽然中国银行业效率比在全球银行业中处较低水平，但2017年以来随着金融监管处罚力度加大，银行开始加大内部风险控制与合规管理，相应开支上升，中国银行业成本收入比呈现同比持续上升态势（图3-1），将对银行盈利能力造成一定影响。最后，供给侧改革和实体经济增速换挡加大信贷质量下行压力，预计银行将持续加大资产减值计提，银行盈利因此进一步削弱。总体来看，2018年中国银行业盈利水平仍面临一定下行压力。

2018年中国银行业监管将多管齐下，资产质量将维持稳定。在银行业信贷结构调整、不良资产处置力度加大、放贷条件趋严等影响下，2017年中国银行业资产质量维持稳定，银行业不良贷款率连续三个季度维持在1.74%左右，关注类贷款占比持续下降（图3-2），同时银行业拨备覆盖率呈微幅上升态势，商业银行风险抵补能力有所增强。2018年，中国将加大“三降一去一补”力度，这将不利于银行业资产质量改善，农村商业银行不良面临恶化压力。在此背景下，预计银行将进一步提升放贷标准，并且各银行将充分利用债转股、核销、打包出售等多种方式处置不良贷款，2018年中国银行业资产质量仍有望维持稳定，银行业信贷风险总体可控。

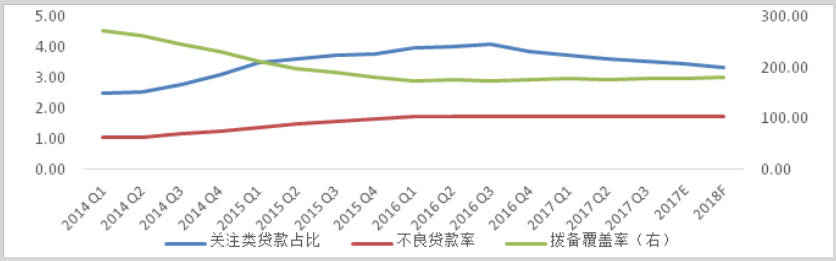
中国银行业资本充足水平一般，2018年流动性压力虽有上升但风险仍可控。2017年中国银行业资本充足率个别季度呈现微幅下滑，但总体仍较为稳定。需要注意的是，各类中资银行资本充足率水平远低于外资银行（图3-3），且低于欧美银行业资本充足水平（20%左右）。虽全球主要区域银行业资本充足测算方式存有差异，但亦反映中国

图 3-1：中国银行业非利息收入占比、成本收入比情况（%）



数据来源：中国银监会、大公

图 3-2：中国银行业资产质量分析（%）



数据来源：中国银监会、大公

银行业杠杆水平仍较高。2017年12月银监会新规增加银行流动性风险监管指标，以防范金融系统性风险、抑制金融资产泡沫，央行稳健中性的货币政策也将对市场流动性造成一定压力，预计2018年银行业流动性压力将进一步上升，中小银行尤甚。但考虑中央维稳的金融底线，预计2018年央行将通过公开市场操作、综合运用多种货币政策工具调节市场流动性，并加快金融改革，持续通过可转债、定增等方式增强银行资本，预计2018年银行业流动性压力虽有上升，但风险总体仍可控，银行业流动性基本保持稳定。

四、2018 年随着经济企稳复苏新兴市场银行业盈利能力有望改善，但信用质量仍面临不良贷款高企、资本充足压力及外部环境不确定性等诸多挑战。

2018年，政治风险犹存、经济缓慢复苏、央行货币政策放松继续保证多数新兴市场国家银行业盈利能力，但受美联储进一步加息等国际因素影响，预计盈利改善幅度不大。不良贷款高企、资本充足压力较大仍是部分新兴市场国家银行业主要威胁，信用质量改善面临一定压力。下文以金砖国家为新兴市场代表，具体分析如下：

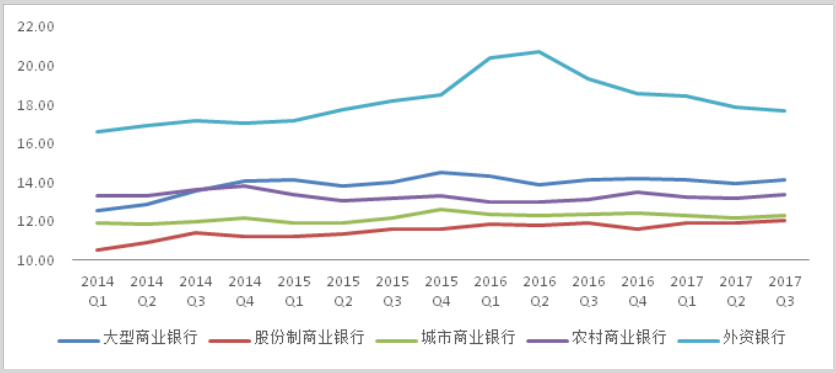
（一）2018 年巴西国内政治经济不确定性因素将不利于银行业信用风险持续改善。

总统选举、外部不确定性使巴西银行业信用质量面临一定挑战。2017年，随着通胀与贬值压力缓解，巴西央行连续降息，2017年12月，央行政策利率从2016年8月的14.25%持续降至7%，为1986年以来最低值，同时国内经济摆脱衰退出现企稳迹象，银行业信贷获得一定提振。受此影响，截至2017年三季度末，巴西银行业各关键指标均表现良好，资本充足率持续升至17.97%，年化总资产收益率和年化净资产收益率分别升至1.30%和12.44%，不良贷款率微幅降至3.60%。2018年，总统和议会选举将对巴西政策连续性和市场信心造成一定不确定性，并影响经济企稳复苏的进程，或威胁银行业持续发展，巴西银行业信用风险改善仍面临一定挑战。

（二）俄罗斯经济复苏、问题银行不断被清理等利好因素将持续支撑银行业发展，但不良问题仍待解决。

经济复苏、央行降息、问题银行清理将继续改善俄罗斯银行业信用风险，但不良贷款高企使其脆弱性持续。2018年在油价回升等利好因素影响下俄罗斯经济复苏仍将持续，2017年俄罗斯央行连续六次降息，基准利率已下调至7.75%且未来仍有降息空间，信贷需求将获得一定提振，利好银行业发展。同时，俄罗期银行业监管趋严，问题银行已不断被收购、清理，个别重要性银行则被国家救助（如2017年8月

图 3-3：中国银行业各类银行资本充足率（%）



数据来源：中国银监会、大公

和9月，俄罗斯最大民营银行Otkritie和B&N银行接连被国有化）。预计未来俄罗斯银行业数量将持续下降，问题银行的不断出清将有利于银行业规范经营，降低行业系统性风险。截至2017年一季度末，俄罗斯银行业资本充足率升至13.43%，年化总资产收益率和净资产收益率分别升至1.53%和12.32%，资本及盈利情况均呈现向好态势。不过，俄罗斯银行业资本充足率不高，未来仍有增资压力，2017年一季度不良贷款率已升至9.72%的高位，严峻的不良资产问题使俄罗斯银行业脆弱性依然显著。

（三）2018年印度银行业不良问题较为严峻，银行业信用风险持续居高。

印度银行业资产质量持续恶化，银行业不良贷款规模、不良贷款率持续上升。由于印度银行业长期以来不良贷款处置方式及力度均较为无力，资产质量恶化严重，大多数银行已减少甚至停止放贷，导致银行业盈利亦长期低位徘徊，截至2017年二季度末，银行业年化总资产收益率和净资产收益率分别为0.40%和5.46%，远低于大多数新兴国家银行业。同时，印度将于2019年3月全面执行巴塞尔III资本新规，长期低盈利造成银行业自身资本补给能力不足，虽然政府2017年10月宣布注资计划（2.11万亿卢比）可缓解部分压力，但2017年印度银行业资本充足率估计仅为13.2%，短期内资本补给压力依然较大。加之美联储加息带来的资本外流、本币贬值等风险或将对印度金融流动性造成一定冲击，2018年印度银行业信用风险仍居于高位。

（四）2018年南非政局稳定性下降、外汇储备不足、本币贬值压力上升等仍将挑战银行业信用持续改善。

受益于大宗商品交易回暖，2017年南非经济表现好于预期，推动银行业经营向好。截至2017年三季度末，南非银行业年化总资产收益率和净资产收益率分别为1.34%和16.56%，盈利水平总体较为稳定；银行业一级资本充足率平稳升至13.84%；不良贷款率降至2.76%，银行业资产质量有所改善。2018年，南非政局稳定性下降、外汇储备不足、本币贬值压力上升等因素仍将不利于南非银行业稳定发展，2018年银行业信用风险改善仍面临一定挑战。

2018 年中国证券行业信用风险展望

预计 2018 年中国经济的平稳增长和金融市场的深化发展可为证券公司提供良好的经营环境。监管持续收紧有利于提升证券公司风控标准和行业集中度。

文 / 韩温馨

主要观点

- 经济平稳增长和金融市场的深化发展为证券公司创造稳定经营环境，有利于证券公司市场需求的进一步扩张。
- 监管持续收紧，短期增加证券公司经营与合规成本，长期看有利于提升风控能力和行业集中度，缓释整体行业信用风险。
- 盈利能力有望小幅改善，有利于信用风险的释放；大型证券公司在各项业务发展中更具优势。
- 未来业务结构转型在为证券行业带来新增长动力的同时可能推升杠杆水平，但短期内不会造成信用风险的显著提升。

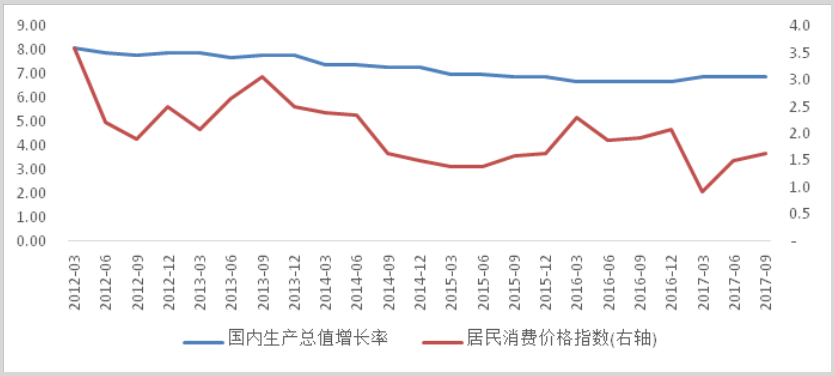
一、经济平稳增长和金融市场的深化发展为证券公司创造稳定经营环境，有利于证券公司市场需求的进一步扩张。

2018年，预计中国经济将维持平稳增长，金融市场继续深化发展，直接融资比重稳步上升，稳健的宏观与金融环境有利于中国证券公司业务有序发展。

2017年以来，中国经济增速稳定在6.8%左右，物价水平稳定在1.5%左右（见图1），依旧是世界经济增长主要驱动力。当前中国经济正处于转型期，内需与服务经济驱动力日益增强，供给侧改革有望推动经济结构顺利转型。2018年，房地产宏观调控和宏观降杠杆带来的基建投资减速可能造成内需增长的放缓，但全球经济的全面复苏有望带动外需进一步回暖，因此预计未来一年中国经济增速将维持平稳，将更加注重经济发展的质量。

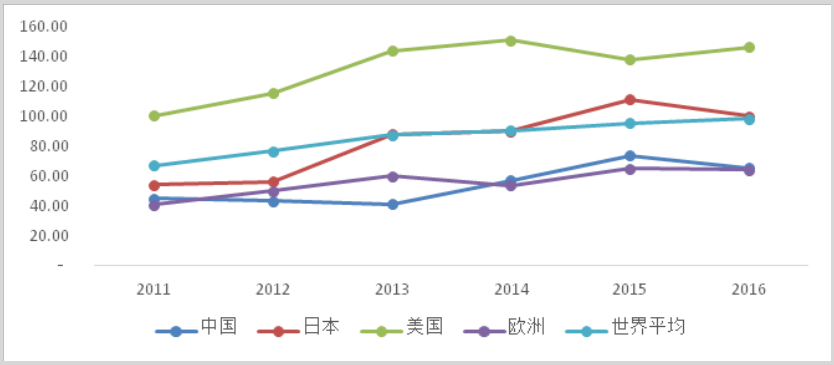
近年来，中国金融市场逐步深化发展。证券化率虽与发达国家平均水

图 1 中国国内生产总值增长率与居民消费价格指数(%)



数据来源：Wind、大公

图 2 主要国家证券化率对比图(%)



数据来源：Wind、大公

平尚有差距，但近年来呈波动上升趋势，未来市场还有较大扩容空间（见图2）；同时直接融资占全社会融资额的比重逐年提升。

十九大进一步强调深化金融体制改革，促进多层次资本市场健康发展，未来我国金融市场发展有望进一步深化。

总之，稳定的宏观经济与金融市场为中国证券公司营造了稳定的经营环境，有利于其市场需求的进一步扩张。

二、监管持续收紧，短期增加证券公司经营与合规成本，长期看有利于提升风控能力和行业集中度，缓释整体行业信用风险。

2018年中国证券行业监管仍将全面从严，但预计将趋于常规化，边际影响将有所减弱。

2017年以来证监会对证券公司各业务领域以及风险管理实践相继出台多项监管新规，涵盖股票再融资、股票减持、股票质押式回购、资产管理以及风险评级分类等领域,旨在引导资本脱虚向实的同时严控证券行业风险。目前监管措施已初具成效，证券市场IPO“堰塞湖”、并购重组炒作等问题初步解决。2018年预计监管从严的趋势不变，但将更加注重具体业务并趋于常规化，仍将有利于行业信用风险的释放。

一方面，证券公司业务监管加强有利于规范证券公司各项业务操作流程，加强其风险控制能力及服务实体的效率,并引导证券公司有序降杠杆。虽然短期看可能造成部分业务发展受到限制，且增加证券公司经营与合规成本，但从长期看有利于证券公司稳定健康发展。同时，部分新规进一步强调以净资本为核心的监管要求，这将引导证券公司进一步增强净资本实力，从而提高其风险缓冲能力，降低行业信用风险。

另一方面，新监管政策侧面顺应了监管机构打造国际一流证券公司的发展要求。一系列监管要求，如新增业务规模相关的评级加分、净资本约束收紧等均使得大型证券公司凭借其资本优势获得更大的发展空间，从而有助于提升证券行业集中度，形成稳定竞争格局。

三、盈利能力有望小幅改善，有利于信用风险的释放；大型证券公司在各项业务发展中更具优势。

截至2017年上半年，证券行业营业收入同比下降约9%，主要受经纪业务和投行业务表现不佳拖累，佣金率和交易量下滑以及债券发行额萎缩为主要影响因素。2018年随着证券市场的企稳复苏和企业经营绩效的改善，市场活跃程度和融资需求预计有所回升，推动证券公司盈利能力小幅改善。

具体而言，经纪业务方面，2017年上半年受股票与基金成交量与佣金率下滑的影响，中国证券公司经纪业务收入同比大幅下降31%。未来随着证券市场企稳复苏，交易量有望回升；A股纳入MSCI指数也将吸引资金流入，有望为市场注入新的活力；同时，佣金率下行空间有限,传统经纪业务收入或有小幅回升。

此外，在我国高净值人群占比及投资资产规模上涨的背景下，证券公司也在积极谋求传统经纪业务向财富管理的转型，有望成为新的收入增长点，其中大型券商有望凭借其更加广泛的客户资源基础在财富管理的转型中获得优势。

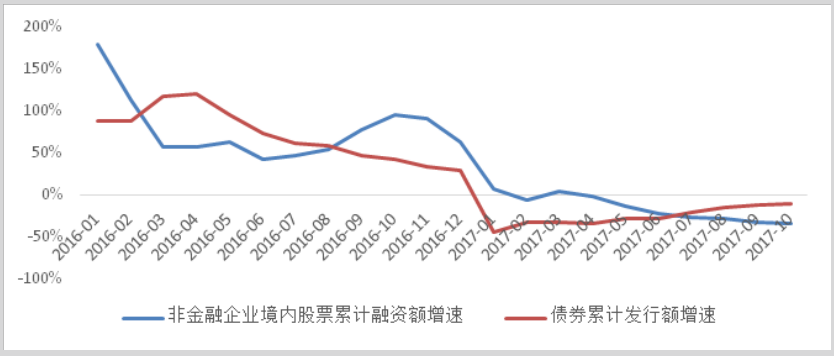
投行业务方面，2017年前三季度IPO融资额同比上涨128.9%，但股票再融资和债券发行量均出现大幅萎缩。

受再融资和减持新规影响，2017年前三季度再融资规模同比下降33.3%；受2016年末违约事件高发影响，债市延续走弱趋势，同时部分房地产企业受监管政策影响债券融资受限，2017年前三季度债券承销额同比萎缩约20%（见图3）。

预计2018年，投行业务将呈现以下几点特征:IPO审核趋严但存量充足，IPO发行量或有所回落但仍将保持高位；再融资审批或有所松动，被递延的优质再融资需求有望得到释放；结构性改革带动企业经营效益回升,债务融资需求增加，债券融资规模有望恢复增长，但考虑到目前较高的债券融资成本以及债券发行监管收紧，债券融资仍将一定程度承压。总的来说，2018年投行业务盈利能力或略有回升。

此外，目前我国投行业务正从传统证券承销业务逐步向涵盖融资、并购、咨询等多产品线、跨区域跨行业的全功能投行转型，其中大型证券公

图 3 中国境内股票与债券融资额同比增长率



数据来源：Wind、大公

图 4 中国沪深 300 指数与中债综合指数

数据来源：Wind、大公

司因业务覆盖范围较广且更具人力及资本优势而在转型中更为受益。

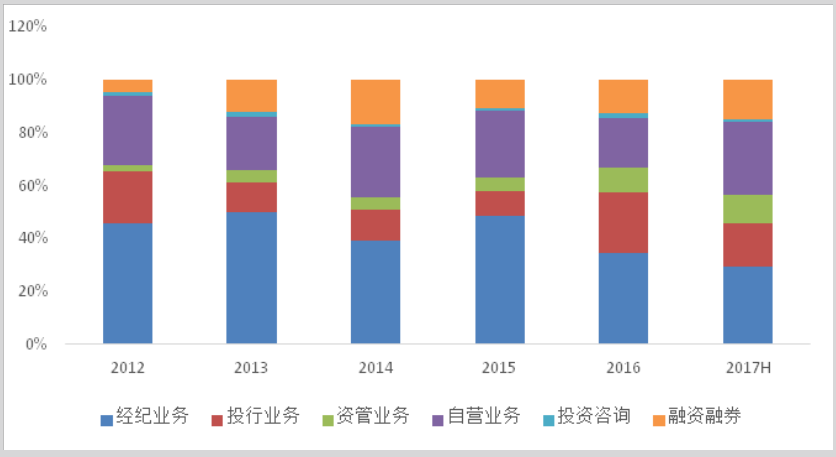
自营业务方面，受证券市场回暖影响（见图4），2017年中国证券公司上半年实现自营业务收入同比增长49%。但随着市场利率上行，未来存量债券投资收益或将承压，对普遍以债券投资为主的我国证券公司自营业务收入带来一定压力。

此外，2018年基于IFRS9的新会计准则将在A股和H股上市的证券公司中试行，新规则对金融资产的计量将更加真实，可及时体现金融资产的价值波动，若得到全面推广可能造成自营业务收入波动的增加，但对证券公司信用风险影响不大。

信用业务方面，虽然利率上行造成证券公司融资成本增加，挤压利差空间，但随着场外融资的逐步清理，需求回归场内，两融余额预计维持高位；股票质押规模虽受新规影响短期增速或略有放缓，但增长趋势不变；业务量的上升有利于推动信用业务收入进一步提升。此外，股票质押式新规将业务规模与净资本及风控评级挂钩，更加有利于大型证券公司在该业务方面的拓展。

资管业务方面，资管新规出台后，去通道成为未来主要发展趋势，短期内资管规模面临较大收缩压力，将促使证券公司向主动管理转型，长期看发展高端专业型资管有利于其盈利能力的提升。投研能力和产品设计能力较强的证券公司更易在激烈的资管市场竞争中脱颖而出，形成自身的核心竞争力。

图 5 中国证券公司业务收入结构



数据来源：Wind、大公

四、未来业务结构转型在为证券行业带来新增长动力的同时可能推升杠杆水平，但短期内不会造成信用风险的显著提升。

整体来看，随着融资融券、股票质押式回购等各类创新业务的推出，同时受传统经纪业务佣金率不断下滑的影响，中国证券公司业务转型趋势明显，收入结构更为均衡。

近年来，随着互联网的发展和“一人多户”的放开，经纪佣金率持续下跌，不断压缩证券公司经纪业务利润空间，成为推动证券公司业务转型的主要动力。2016年以来传统经纪业务收入占营业收入比例显著下滑，2017年上半年进一步降至30%左右（见图5），而资管业务以及融资融券等业务份额逐步增长。

未来随着业务转型的持续推进，轻重资产类型业务收入份额将更为均衡，有利于证券公司形成更加多元化的盈利模式。同质化严重且利润空间较低的传统经纪业务占比降低，有利于证券公司形成自身竞争优势，提高盈利能力。重资产化的转型所带来的必然结果就是杠杆率的提升；虽然我国证券公司受金融去杠杆的影响在过去一年杠杆率略有下滑，但随着重资产业务的持续扩张，其资金需求和资本补充需求均会上升，杠杆率的上升是必然趋势。但是鉴于目前中国证券公司杠杆率较低，短期内不会给信用风险带来太大压力。

地方投融资平台海外发债现状及展望

鉴于其相对较高的收益 和地方政府投融资平台较高的评级，安全性相对较高，地方政府投融资平台海外债受到市场的追捧。

文 / 刘雅美

地方政府投融资平台，是指地方政府为了融资用于城市基础设施的投资建设，所组建的城市建设投资公司（通常简称城投公司）、城建开发公司、城建资产经营公司等各种不同类型的公司，这些公司通过地方政府所划拨的土地等资产组建一个资产和现金流大致可以达到融资标准的公司，必要时再辅之以财政补贴等作为还款承诺，重点将融入的资金投入市政建设、公用事业等项目之中。

一、地方投融资平台发展背景和融资环境

肩负政府职能，成立城投公司。1991年，国务院进行新一轮政府投融资体制改革，要求地方政府不再直接负责基础设施建设，而是将其公司化运行，承担相应的政府职能，主要由财政部门、建委共同组建成立城投公司，资本金和项目资本金由财政拨款，其余以财政担保向银行贷款。1995年，继《担保法》出台后，财政不能担保，鉴于城投公司自身并无资产，而债务逐渐上升，当时的城投公司融资较为困难。2008年，出台4万亿投资刺激政策，各家商业银行纷纷积极支持国家重点项目和基础设施建设，城投公司的融资渠道迎来了又一个春天。2009年3月，央行和银监会联合提出："支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道"。同时，为了做强做大投融资平台，各级政府把公用企事业单位的资产纳入城投公司，比如自来水公司、公交公司、热力公司，燃气公司等，城投公司从此有了自己的资产。

与政府逐渐划开界限，融资模式逐渐发生转变。2011年发改委发2881号文，明确规定，城投公司的主营收入70%需要来自自身，政府补贴只能占30%，从而规定了城投公司资金来源不能完全依赖于政府。2013年中国银监会颁布《中国银监会关于加强2013年地方政府融资平台贷款风除监管的指导意见》（银监会10号文）要求各银行业金融机构要推荐地方政府融资平台贷款风险管控。同年6月，财政部印发了《2013年地方政府自行发债试点办法》（财库【2013】77号）鼓励多省市自行发债。2014年10月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文）明确提出，融资平台不得新增政府债务，地方政府后续举债，要么通过发行地方政府债券，要么通过政府与社会资本合作模式。限制地方投融资平台国内融资渠道，去国外融资便成为必然选择。2015年9月，国家发展改革委发布了《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（2044号文），将债券发行条件从额度审批制改为向国家发展改革委备案登记制，鼓励资信状况好、偿债能力强的企业发行外

债。2016年1月，国家外汇管理局颁布《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（3号文），指出，内保外贷项下的境外债务人可通过向境内进行放贷、股权投资等方式将内保外贷项下资金直接或间接调回境内使用。2016年8月《关于进一步完善中央财政科研项目资金管理等政策的若干意见》（50号文），62号文及月财政部发布的《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(87号文)，严格限制以政府购买服务之名、行违规举债之实。

2016年11月《地方政府性债务风险分类处置指南》加剧地方投融资平台融资环境。2017年6月，财政部、国土资源部公布了《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》，明确2017年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，今后逐步扩大范围，建立专项债券与项目资产、收益对应的制度，有效防范专项债务风险。

随着我国城市化进程的不断推进，地方政府投融资平台的主体地位一直很突出，在地区基础设施建设中发挥至关重要的作用。从地方政府投融资平台的发展史来看，融资渠道是影响城投公司发展至关重要的一个因素。近几年城投公司不断拓宽融资渠道，从间接融资向直接融资拓展，从国内市场发债向海外发展拓宽。

二、地方政府投融资平台海外发债增多原因分析

从原因来看，导致地方政府投融资平台2016年海外发债爆发式增长的原因主要包括：政策因素、追求更低的融资成本、提高影响力。

从国内政策来看，2016年国内政策收紧，43号文等系列政策的出台使得融资平台国内融资困难，同时部分地方政府积极鼓励海外发债，国内政策的变化是城投公司寻求海外发债关键原因之一。如重庆2016年积极推进跨境融资管理改革，促进部分城投公司成功地在海外发行债券。从国际政策来看，2016年美元较人民币升值明显，投资者心理来看，买入美元城投债主要是希望获取汇兑收益的内地投资者，对于内地投资者而言，除了债券收益率，他们还希望从美元升值中获得一些回报，这在另一方面也促进了城投公司海外发债成功的关键。

从融资成本来看，相较国内，海外发债成本更低。在不考虑汇率影响的情况下，美元的基准利率较国内的基准利率更低，使得海外发行美元债成本较国内的发债利率更低，有利于降低公司融资成本，减轻债务付息压力。从影响方面来看，海外发债无疑会提高企业形象、拓宽国际空间、提升地方城市在国际资本市场上的知名度，这也是很多地方积极鼓励平台公司海外发债的一个政策原因。

三、地方政府投融资平台海外发债情况梳理

根据Wind数据显示，地方投融资平台海外发债从发行数量上来看可以划分为三个阶段：第一阶段是2012年，标志性事件为北控水务集团有限公司企业债的发行，北控水务集团有限公司于2012年8月7日在香港债务工具中央结算系统发行了12亿元9年期“北控水务集团票据2021”，且2012年仅有这一只地方投融资平台海外债发行成功，开辟了地方投融资平台海外发债的开端。第二阶段为2014～2015年，地方政府投融资平台海外债发行数量相较以前增加较多，其中2014年发行数量为5只，2015年发行数量为10只。第三阶段为2016年以来，2016年以来海外发债已经成为一个热潮，仅仅2016年全年就有37只海外债发行成功。2017年上半年有5只海外债发行成功。

地方政府投融资平台海外债的发行与国内外政策息息相关。本文统计了截至2017年6月末地方政府投融资平台海外历史发债情况，得出以下结果：

地方政府投融资平台海外发债平均票面利率 情况（单位：%）

主体级别	AAA	AA+	AA
平均票面利率	3.47	4.13	5.57

资料来源：根据 Wind 资讯数据整理

（一）2016 年海外发债规模呈现爆发式增长，占据 2012 年以来总发债规模的一半。单支发债额以 2、3、5 亿元为主。2017 年上半年海外发债热度较 2016 年有所下降。

根据统计结果，截至2017年6月末，海外债券市场上共发行地方政府投融资平台发债56支，发行规模合计217.70亿元，均处于存续期，发债规模介于0.5亿元至15亿元，主要是地级和县级市或市辖区政府。从年度发行情况来看，2016年出现爆发式增长，实现全年发行数量36只，发行规模112.20亿元，占2012年以来总发行量的51.54%，2016年发债规模出现爆发式增长主要和内紧外松的政策有关系 。2017年上半年，地方政府投融资平台海外发债数量为5支，同比减少1支，发行规模为13.50亿元，规模同比减少38.36%；2017年上半年较2016年同比有所减少，但是较以前年度仍然有所增长，主要是随着发债主体级别的不断下沉，发行人更慎重考虑融资成本和收益的关系，主体级别较低的企业海外发债利率可能比国内发债的利率更高，且随着美元加息海外市场面临一定的不确定性;目前来看2017年仍有很多地方政府投融资平台有意寻求海外发债。从单支债项发行规模来看，发行额介于0.5亿元～15亿元，其中2亿元、3亿元和5亿元的发行数量占比为60%，占比较高。

整体来看，我国地方政府投融资平台海外发债2016年海外发债规模呈现爆发式增长，占据2012年以来总发债规模的一半。2017年上半年同比有所减少，介于主体资质和融资成本等考虑，海外发债热度较2016年有所下降。

未来地方政府投融资平台仍将继续寻求海外发债，目前地方政府投融资平台海外发债仍处于尝试期，随着债券市场的放开，将会有越来越多的地方政府投融资平台参与到海外发债当中。

（二）实际发行人区域分布较为集中，主要为江苏、重庆、北京、云南和天津等财政实力较强区域；发行人青睐选择的交易所和交易币种是香港联交所和美元。

根据统计结果，地方政府投融资平台海外发债企业分布较为集中，主要集中于财政实力较强的区域。从各区域的发行数量来看，前四名分别为江苏、重庆、北京和云南，发债支数占总数的比例为50%，占比较高。从各区域的发行规模来看，前四名分别为北京、江苏、重庆和天津，规模占发行总规模的48.78%。区域分布有以下几个特点：

1、近年来，发债主体区域有逐渐拓宽的趋势，逐渐由东部经济较为发达省市向中西部渗透，除了北京、广州和天津等东部发达省市，湖南、湖北、四川、重庆、云南、广西、甘肃和陕西等中西部省市均有地方政府投融资平台成功海外发债，其中重庆从发行规模来看，占所有发债规模的12%。

2、东部沿海城市发债较多，且地级市和县级市级别的地方政府投融资平台成为主力。地方政府投融资平台海外发债的初衷之一是政治色彩，即在金融市场加快对外开放之际，东部重要沿海城市作为最接近国际市场的地区，借助城投这类地区最主要国企，通过打开资本市场，来打造区域经济对外开放的形象。2016年来自江苏省的16家发行主体就包括了13家地级市级别城投平台和3家县级市级别平台，地级市和县级市级别的平台公司成为主力。

发行人选择的交易所包括马来西亚证券交易所、香港联交所、香港债务工具中央结算系统及新加坡证券交易所4个交易所，其中香港联交所和新加坡证券交易所债券发行数量占比分别为80.36%和14.29%，香港联交所备受发行人的喜爱。交易币种包括人民币、欧元和美元，其中交易币种为美元和人民币的债券发行数量占比分别为12.50%和85.71%，介于美元的全球通用性，仍然是备受地方政府投融资平台海外发债的首选。

（三）地方政府投融资平台发债的实际发行人主体信用级别普遍较高，以 AA ～ AAA 级别居多；国内主体信用评级机构大公国际等占据半壁江山。

地方政府投融资平台海外发债的

实际发行人均取得过国内信用评级机构的主体评级，从债券发行数量上来看，取得一个国内评级机构的占比仍然居多，为58.14%，取得国内两家评级机构占比为27.91，取得三家评级机构的占比为13.95%。从级别来看，实际发行人的主体信用级别普遍较高，其中以AA、AA+和AAA级别居多，占比分别为34.85%、25.76%和30.30%，三个级别的占比总计为90.91%。

从评级机构来看，大公国际位居前列，所评企业级别分布较为均匀。

（四）地方政府投融资平台发债票面利率高于 1 年以上美元贷款利率，低于国内公司债利率，但和国内市场利差逐渐缩小。

地方政府融资平台海外发债票面利率受发行期限、市场利率、发债主体级别等多方面的影响。

票面利率通常和发行期限呈现一定的正相关关系，即其他条件相同的情况下，期限越长，票面利率越高。根据AA级别、5年期发债情况来看，2014年以来海外发债票面利率均低于国内公司债票面利率，如果不考虑汇率和政策等因素的影响，这也是近几年地方政府投融资平台追寻海外放债的重要原因之一，更低的利率意味着更低的融资成本，对于发债企业来说无论从负债结构还是影响力方面都有积极的影响，但是汇率确实是增加海外发债的成本之一，地方政府投融资平台选择海外发债成本时，应该予以考虑。同时，海外发债票面利率与公司债（AA级别、5年期）利率差呈现不断缩减的趋势，未来随着市场的开放，将会有更多的地方政府投融资平台寻求海外发债，海外发债利率与国内债券市场利率差将会继续减小。从海外发债利率与1年以上美元贷款利率比较来看，海外发债票面利率均高于1年以上美元贷款利率，趋势呈现正相关关系。

根据统计结果，地方政府投融资平台发债发行时票面利率和发债主体级别呈现一定的负相关，即级别越高，平均发债成本越低。主体级别为AAA的平均票面利率为3.47%，主体级别为AA+的平均票面利率为4.13%，主体级别为AA的平均票面利率为5.57%。

（五）地方政府投融资平台发债发行期限较短，主要以 3 年期为主

从发债期限来看，期限主要分为3年、5年、9年和10年，四个时间段，其中主要以3年为主，截至2017年6月末期限为3年期占比为69.23%，5年期占比为23.08%，9期年占比为1.92%，10年期占比为5.77%。

（六）海外发债增信架构

根据统计数据显示，地方政府投融资平台发债约有37%采用增信框架。目前增信框架主要包括担保、维好协议、股权回购协议和流动性支持等4种类型。

1、增信框架的类型

担保

担保是指法律为确保特定的债权人实现债权，以债务人或第三人的信用或者特定财产来督促债务人履行债务的制度。它是一种承诺，是对担保人和被担保人行为的一种约束。一般而言，内地企业赴海外融资发行债券，会为在海外设立的SPV（发行主体）提供担保，一般为无条件及不可撤销地担保。即承诺，若被担保的海外发行主体到期不履行承诺，由担保的内地企业代被担保人先行履行承诺。从统计数据来看，截至2017年6月末，海外发债中有33.93%采用担保这一增信方式，占比较高。带有担保增信框架中，担保加其他增信框架一起的占比为73.68%，只有担保增信的占比为21.05%。

维好协议

维好协议是母公司与子公司的合同义务。按照协议规定，母公司为海外子公司提供支持，向国际投资者保证发行主体会保持适当的权益及流动资金，不会出现破产等情况。但发行人律师需要在招债书中强调，维好协议并非担保。担保将给与债券持有人直接要求担保人偿还债券项下金额的权利。但维好协议不同，债券持有人只有在母公司无法履行保证发行主

体权益或流动资金等财务指标的义务时，才会遭致违约起诉。也就是债券持有人不能直接要求母公司履约，母公司也不具有向债券持有人直接支付的义务。另外，由于目前国内缺少司法实践和明文规定，因此维好协议的执行存在一定的风险。

股权回购承诺函（EIPU）

EIPU在直投以及私募交易中均被运用过，但被运用在资本市场的债券发行中则是首次。EIPU其实是对维好协议的补充。在EIPU中，母公司将承诺购买海外子公司在境内的资产。这就增加了海外发行主体从境内母公司取得资金的渠道。一旦债券违约，母公司将从海外发行人及其境内子公司中购买资产，从而向海外发行人支付足够涵盖发行人所有债务责任的资金。这也就减少了国际投资者就无法向发行人求偿境内资产的担忧。另外，一般而言，如果母公司向境外子公司提供资金支持，需要国家发改委的审批。但由于EIPU包含境内公司购买境内资产，因此只需要商务部以及外管局的审批。

流动性支持

流动性支持运用于债券发行中，通常是指在债券存续期内,当发行人对当期债券本息支付不足时,流动性支持方承诺在发行人付息日或兑付日前几个工作日给予发行人当期支付本息的流动性支持贷款（具体金额依据每一期偿付本息资金缺口为准）,一般该流动性支持贷款仅限于为当期债券偿付本息,以解决发行人当期债券本息偿付临时资金流动性不足的问题。

2、增信框架分析

从统计数据来看，地方政府投融资平台海外发债带有增信框架的占比为37.50%，占比较高，且带有增信框架的债券发行人通常为实际发行人在境外设立的子公司（或境外子公司的全资子公司），且以2016年7月中旬以前发债为主，2016年7月下旬至2017年上半年，30只新发债中有8支新发债带有增信框架，其余为直接发行。

总体趋势来看，地方政府投融资平台海外发债增信架构逐渐从单一担保向“担保+维好协议+EIPU”发展。单一担保和“维好协议+EIPU”两种增信框架主要有以下几点区别：（1）“维好协议+EIPU”增信架构的优势是避开国内关于担保债券所需的各种监管审批,缩短了发行人的融资时间和成本。（2）担保的增信力度较“维好协议+EIPU”更高。评级结构不太可能给予发行人与母公司相同的评级，“维好协议+EIPU”增信架构通常只能带来1～2个子级的提升，而担保通常可以带来2～3个子级的提升。（3）风险考虑，“维好协议+EIPU”架构的执行性存在一定的隐患。维好协议能否在出现债务风险的情况下履行，很大程度上取决于母公司的意愿，而意愿大小则由承诺内容等决定。

出于融资需求和融资成本的考量，未来会有更多新的交易架构产生，从而使得内地企业在国际债市上的融资更为便捷。

四、地方政府投融资平台海外发债暴露的汇兑风险 —— 以天津滨海新区建设投资集团有限公司违约限制条款为例

从目前海外发债暴露出来的风险来看，需要密切关注汇率风险引起的违约风险及防范措施。

地方政府投融资平台海外债大部分由平台公司设立离岸子公司发行，境内平台母公司提供担保或维好协议支持。而离岸子公司并没有实际业务，资产与负债端币种不匹配，致其完全暴露在汇兑风险之中。

以天津滨海新区建设投资集团有限公司（以下简称“滨海建投”）违约限制条款分析。滨海建投旗下的离岸SPV（特别目的载体）Zhaohai Investment (BVI) Limited于2015年发行的海外债，限制条款规定，在债券存续期内，发行人及担保人的合并资本净值以及合计所有者权益分别不能低于1美元和1千万港元。由于2015年6月底～2016年底，人民币对美元和港元累计贬值超过10%，而担保人滨海建投香港资产端大部分以人民币计价资产，而负债端大部分以美元计价，财务报告以港元出具，截至2016年末

数据显示，合并资本净值以及合计所有者权益无法满足上述限制条款规定，触发违约。滨海建投已于5月26日向债券持有人发出豁免同意申请，成为第一家请求境外债券持有人同意豁免限制条款技术违约的中国地方政府融资平台。滨海建投集团同时希望持有人同意将债券结构从维好结构转为担保结构。滨海建投表示，自6月20日之前同意豁免及修改债券结构的债券持有人将获得相当于债券本金0.35%的同意费，在6月20日至28日同意的债券持有人将获得相当于债权本金0.15%的同意费。标普认为，滨海建投集团征得大部分债券持有人同意的概率很高，而征得同意对于该公司的信用状况将具有正面意义。标普认为上述违约并不是担保人滨海建投香港本身偿债能力恶化所致，并没有改变滨海建投及其香港子公司的评级，认为是“技术性违约”。

所以建议地方政府投融资平台海外发债的同时1、设立汇率对冲来应对汇兑风险；2、加强财务管理，提前做好预警；3、重视限制条款，尤其是对财务、经营等方面的约束。

五、地方政府投融资平台海外发债展望

地方政府投融资平台海外发债正如火如荼的展开，2016年出现爆发式的增长，目前来讲地方政府投融资平台海外发债仍处于前期的发展期，鉴于其相对较高的收益和地方政府投融资平台较高的评级，安全性相对较高，地方政府投融资平台海外债受到市场的追捧。

（一）政策利好仍将持续。介于海外发债不仅能提升企业形象，有助于当地政府招商引资，计入地方政府FDI（直接投资）项目，提高地方政府业绩，目前各地政府对地方政府投融资平台海外发债给予支持态度；尤其2044号文提到境外发债募集资金根据实际需要自主在境内外使用，优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带与国际产能和装备制造合作等重大工程建设和重点领域投资。显然，涉及相关领域的城投公司是受鼓励的对象。同时，目前对海外债的要求尚不完善，未来将会不断加强海外债发行管理，但短期内海外发债的政策利好仍将持续。

（二）未来随着政策的开放，将会有越来越多的地方政府投融资平台参与到海外融资渠道的拓展中，包括但不仅限于目前在国内取得较高主体级别的公司，未来亦将会有更多的发债模式供地方政府投融资平台选择。从数量上来看,截至2017年6月末,共有43 个发行主体成功发行海外债，相较于国内上千家地方政府投融资平台来讲，占比非常小，未来地方政府投融资平台海外发债趋势会继续上升。

（三）未来地方政府投融资平台寻求海外发债的同时，要考虑到汇率风险、利率风险、国外融资对评级、信息披露的要求等因素，权衡好收益和成本。尤其对于汇率贬值风险，境外发债反而增加了企业的债务负担。所以对于未来继续寻求海外发债的地方政府融资平台来说，要做好成本和收益的权衡。

（四）关注境外评级带来的估值波动风险。首先，境外评级调整的灵活性高于境内评级，同一因素的正负波动在境外评级系统下可能会更快地体现在地方政府投融资平台本身资质的变化上。其次，境外评级由于非本土化的原因，并没有针对中国地方政府融资平台这一特殊发行主体进行同地区主体比较，缺乏对比分析的环境和条件，会使得政策变动、地方政府等外部因素变化在境外债券定价中相比境内出现会更大幅度的波动。

（五）未来地方政府投融资平台海外债投资价值仍然较高。介于短期内地方政府投融资平台承担的地方政府职能仍然不会发生变化，融资需求仍然较大，安全性较好，且海外市场流动性仍然较为充裕。境外评级机构给予纯公益类城投平台的信用评级相对较低，境外投资者不熟悉地方政府投融资平台的属性，目前地方政府投融资平台提供较高的发行利率，而实际在政府支持下，地方政府投融资平台实际偿付能力并不弱。因此，境外城投债具有较高投资价值。

百时美施贵宝公司案例研究

制药行业仍面临广阔的市场需求，公司市场竞争力强，盈利能力持续改善，未来财富创造能力较强。

文 / 康雅琪

百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb）由分别在1858年和1887年于纽约成立的施贵宝公司和百时美公司在1989年合并而成，是当时世界上第二大制药公司。发展至二十一世纪，公司致力于从一家多元化制药公司转变为更专注的生物制药公司，研究和开发治疗各种严重疾病的创新药物。2007-2012年间，BMS先后整理出售非制药业务，并收购多家小型生物制药公司，与世界多家制药企业达成合作伙伴关系，完成“生物制药战略”的全面转型。

目前，公司产品涉及肿瘤类、心血管类、免疫类、病毒类、神经系统类等多种疾病领域的治疗。2012年以前，其重磅产品抗凝血药物波立维（Plavix）曾是销售主力，年收入在30亿美元左右，以及神经类药物Abilify收入也曾在20亿美元以上，随着这两类药物专利到期，众多仿制药上市使其收入受创，BMS开始将重心向肿瘤类、心血管疾病以及免疫类疾病药物研发方向转移。截至2016年，公司总产品销售收入为194.27亿美元，其中肿瘤类、心血管疾病及免疫类药物收入占比达64%。重磅药品前三名Opdivo、Eliquis和Orencia销售收入占比总计48%。

表 1　BMS 近五年收入分类表（单位：百万美元、%）

	FY2012		FY2013		FY2014		FY2015		FY2016	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
肿瘤类	2,891	16%	2,936	18%	3,530	23%	4,192	25%	6,804	35%
病毒类	4,476	25%	4,692	29%	4,503	28%	5,306	32%	4,744	24%
心血管类	3,415	19%	635	4%	774	5%	1,860	11%	3,343	17%
免疫类	1,187	7%	1,470	9%	1,652	10%	1,885	11%	2,265	12%
其他药品	1,698	10%	2,765	17%	3,105	20%	2,375	14%	2,143	11%
神经系统类	2,846	16%	2,289	14%	2,020	13%	746	5%	128	1%
新陈代谢类	1,108	6%	1,598	10%	295	2%	196	1%	/	/
总营业收入	17,621		16,385		15,879		16,560		19,427	
增减比率	/		-7.01%		-3.09%		4.29%		17.31%	
毛利润	13,158		11,802		12,098		12,735		14,502	
毛利率	74.67%		72.03%		76.19%		76.90%		74.65%	

数据来源：公司年报，彭博调整数据（毛利润），大公整理。

百时美施贵宝是全球领先制药企业，2016年按营业收入位列行业内第十四名。制药行业市场需求广阔，公司产品具有较强竞争力，盈利能力持续改善中。2016年，公司自由现金流水平较低，但可变现资产质量较好，整体流动性良好。近年来，公司资产负债水平逐年降低，债务规模小幅缩减，债务期限结构优良，短期内偿付

压力较小，中长期内偿付压力可控。

一、制药行业仍面临广阔的市场需求，公司市场竞争力强，盈利能力持续改善，未来财富创造能力较强。

制药行业仍面临广阔的市场需求，公司市场竞争力强，盈利能力持续改善，未来财富创造能力较强。随着人口老龄化加剧以及病患群体扩大，全球医药行业仍存在持续增长的市场空间，虽非专利药品竞争加剧抢占市场份额，但公司产品消费半径广阔，需求规模预计将不断提高，能够为公司财富创造提供有利的外部环境。

BMS近年来转型调整为更专注的生物制药公司，制药板块竞争力加强。自2007年以来，公司聚焦核心业务，不断剥离非制药资产，同时逐步从新兴市场退出，主攻制药行业发展较为成熟的欧美、日本市场。转型调整后，2017年公司在总营业收入虽与十年前基本持平，但其中的收入来源构成发生了巨大的改变，BMS生物制药板块竞争力显著提升。除具有战略性的剥离资产外，公司同时通过减少制药厂、裁员等手段进行成本削减，2013年收入虽同比下降了7%，但净利润同比增长了31%。

2009年以来，BMS多次进行收并购活动，主要针对拥有特色药品的小型生物制药公司。2009年收购Medarex公司获得两条重要产品线，发展至今成为BMS重磅产品Opdivo和Yervoy，使公司在十分热门的肿瘤免疫学领域获得了领先地位。同时，BMS联盟伙伴众多，且均是国际大型制药公司。其中，公司与辉瑞共享收入的抗凝血剂Eliquis是心血管领域明星产品，2016年单品收入33.4亿美元。总结来说，公司不断通过收购及联盟方式扩充药物管线并拓展核心领域市场，产品竞争力较为显著。

表 2　BMS 近五年利润分析（单位：百万美元、%）

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
净利润率	11.12%	15.64%	12.62%	9.45%	22.94%
ROA	5.46%	6.64%	5.94%	4.93%	13.22%
EBITDA 利润率	29.81%	23.87%	27.02%	29.00%	27.93%

数据来源：公司年报，大公整理。

公司在肿瘤免疫疗法方面成就突出，其余各治疗领域支柱产品未来竞争力也将持续增强，共同拉动收入增长。公司研发管线充裕，截至2016年底，公司拥有19项临床一阶段药品；8项临床二阶段药品；5项临床三阶段药品以及5项获得审批的新药。预计未来随着研发管线中的药品获得审批推出市场，加之几项支柱药品逐步深入，公司产品组合竞争力将大幅提升并持续拉动收入增长。

截至2016年底，公司涉及产品责任诉讼案共四件，并在不同地区和国家涉及到环保诉讼案件，未来均存在不同程度的赔付风险。由于制药行业关乎人类生命安全，并与环境保护密切相关，两类诉讼案均对公司形象和产品销售造成负面影响，是其整体竞争力提升中的不利因素。（见表1）

盈利能力方面，2016年公司收入水平显著提升，虽然神经科学类和病毒类药品因专利到期而销量下滑，但该不利影响被肿瘤类和心血管类新药强劲的销售额所抵消，且收入增长主要来自于美国市场，预计未来三至五年内在新药带动下，整体收入仍将持续增长。

此外，公司主营业务成本、研发成本和销售广告费用历年较为稳定，总成本波动主要由资产减值损失或资产剥离等非经常性收支导致，因此营业利润也产生波动，预计未来收入增长后，在较好的成本控制下，营业利润能够继续改善。

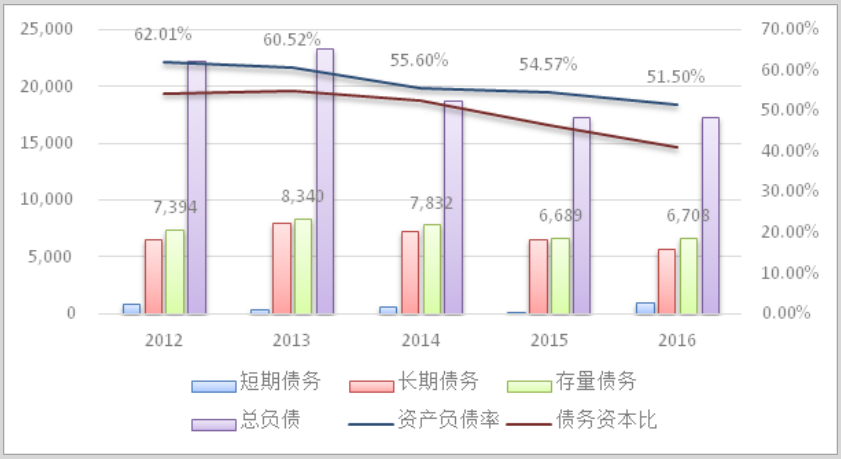
最后，近五年来公司利润水平存

表 3　BMS 偿债来源指标分析（百万美元、%）

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
自由现金流	4,107	699	224	–1,465	–912
短期债务	826	359	590	139	992
FCF/ 短期债务	4.97	1.95	0.38	–10.54	–0.92
CFO/ 短期债务	8.40	9.87	5.34	13.18	2.87
流动比率	1.15	1.52	1.73	1.30	1.55
速动比率	0.95	1.40	1.54	1.15	1.41

数据来源：公司年报，大公整理。

图　公司 2012–2016 年债务情况（单位：百万美元 /%）



数据来源：公司年报，大公整理

在波动，其中2015年净利润最低，由于疲软的收入和较高研发支出导致的高额总成本所致。（见表2）

二、公司自由现金流水平较低，但可变现资产质量较好，整体流动性良好，融资需求和债务依赖程度较低。

公司自由现金流水平较低，经营性现金流因联盟间初步收益等事项影响每年存在较大波动，公司资本支出并不显著，且较为稳定，短期债务负担较轻，但历年高额股利支出导致自由现金流对短期债务覆盖能力较弱。

同时，公司流动性良好，现金和等价物在经营性现金流和投资性现金流影响下历年存在较大的波动，应收账款在收入带动下逐年增长，流动资产呈递增趋势，流动负债较少，流动比率表现良好。

由于公司不断有资产剥离和并购活动，现金需求和充裕度并不稳定，但得益于公司短期债务较少，收入也逐年提升，融资需求较低，近五年来整体看属于债务偿还阶段，预计未来有高额债务需求的可能性较低。

三、公司资产负债水平逐年降低，债务规模小幅缩减，且主要为长期债务，短期内偿付压力较小；随着专利产品不断深入市场，财富创造能力提升，中长期内偿付压力可控。

公司广阔的市场需求、专注重点领域研发的发展模式、较强的品牌影响力以及稳中向好的收入增长可助力未来财富创造能力的提高，确保了存量债务偿付能力的逐步改善。

考虑到公司对债务融资需求较低，现存债务期限结构良好，公司总债务偿还能力会与存量债务偿还能力同步提高。

大公信用软件有限公司
DAGONG CREDIT SOFTWARE CO., LTD.

行业信用信息管理平台

公共信用信息服务平台

企业信用信息管理平台

征信管理平台

信用实践教学平台

金融信用管理平台

信软助力您的信用*健康成长！*

官方网站：www.dagongsoftware.com　咨询电话：010-51087768-3004

我国环渤海港口企业信用风险探究

我国环渤海港口企业主要面临多元化发展不明显、项目建设投资超前、债务规模大，资产负债率偏高等信用风险点。

文 / 杨依水

一、港口转型升级背景概况

（一）转型升级概念的提出

港口是国家重要基础设施和综合交通运输体系重要枢纽，我国主要港口大多由国有企业主导经营，改革开放以来，我国港口发展取得了巨大成就，已成为世界港口大国，对国民经济和对外贸易发挥了重要支撑作用。面对新的形势和任务，我国港口在服务功能、服务质量、节能环保等方面还存在差距和不足。此外，面对宏观经济下行，以重资产为主的港口企业面临结构性产能过剩压力。随着中国经济进入新常态，2014年5月，交通运输部提出《关于推进港口转型升级的指导意见》，指出我国港口企业需要加快转型升级，提高资源节约、环境友好水平，由单一装卸仓储功能向物流、商贸、信息、金融等功能拓展，提升质量效益和服务水平。具体任务主要包括大力发展港口物流；完善港口集疏运体系；完善港口基础设施；调整港口结构；积极发展多式联运业务；积极推广应用信息技术；加快建设港口物流信息服务平台等十九项内容。

（二）转型升级成果概况

指导意见提出以来，全国范围来看，我国港口企业通过一系列的尝试探索已取得了一些阶段性的成果。

首先，物流作为港口产业链重要环节，在港口企业开展多元化经营发展过程中成为核心内容，宁波舟山港集团有限公司、广州港集团有限公司等综合性沿海港口集团企业已将物流业务作为仅次于装卸业务的主营业务，与装卸业务相辅相成。内河港口方面，则通过成立综合港航集团来整合港口及物流资源，如武汉港航发展集团有限公司。其次，港口企业积极开展多元化经营，业务开始向航运业务、商品贸易、金融服务等领域扩展，与2013年相比，传统的港口装卸堆存收入占比呈逐渐走低态势，其中广西北部湾国际港务集团有限公司2016年占比不到10%。面临宏观经济下行压力，多元化发展较好的企业盈利能力更好。

再次，在市场和政府的双重推动下，区域内港口横向资源整合加快推进，并取得了阶段性成果。2015年8月，浙江省海港投资运营集团有限公司成立；同年9月，原宁波港集团和舟山港集团通过股权等值划转方式组建了宁波舟山港集团；2016年11月，省海港集团与宁波舟山港集团深化整合，实行“两块牌子、一套班子”运作，浙江省在实现宁波、舟山港一体化运营基础上，又相继完成了对温州港、嘉兴港、台州港和义乌国际陆港等相关港口资产的整合；2017年5月22日，作为交通部和江苏省推进全省沿江沿海港口资源整合和一体化改革的

重大举措，江苏省港口集团有限公司挂牌成立；2017年6月10日，辽宁省政府与招商局集团于在沈阳签署了《港口合作框架协议》，双方宣布将合作建立辽宁港口统一经营平台。

二、环渤海港口企业发展现状

（一）环渤海区域港口群分布及发展情况

环渤海区域港口群，由辽宁、京津冀和山东沿海港口群组成，是以大连、营口、秦皇岛、天津、烟台、青岛、日照为主要港口，以丹东港、锦州港、唐山港、黄骅港、威海等港为补充的分层次港口布局。以大连港和营口港为主的辽宁沿海港口群成为东北三省及内蒙东部地区经济社会发展的支撑和对外交流的重要口岸；以天津港和秦皇岛港为主的津冀沿海港口群连接华北及西北部分省区，以京津冀都市圈和滨海新区为依托，成为京、津和华北地区及京包、京秦、神黄铁路沿线地区外贸物资和能源物资、原材料运输的主要口岸及上述地区经济社会发展的重要窗口；以青岛港、烟台港和日照港为主的山东沿海港口群与山东省和华北中南部及中原地区、陇海铁路沿线部分地区等广阔腹地相连，成为山东省建设外资企业密集、内外向经济结合、带动力强的新经济增长带。

我国环渤海区域主要港口近三年货种以煤炭、钢铁、油品为主。环渤海港口经济腹地经济发展长期以来以煤炭等能源相关、钢铁和造船等重化工业为主导，装备制造业、钢铁和石油化学工业在全国占有重要地位。在新经济常态下，国内外宏观经济的低迷及钢铁、煤炭等强周期性产业去产能等结构调整压力影响腹地经济的增长，受此影响，2014年以来环渤海区域港口整体吞吐量增速有所放缓。

（二）环渤海港口企业发债情况概述

本文以具有代表性的9个港口的主要运营主体企业为样本探讨环渤海港口企业发债情况。

截至2017年9月末，环渤海港口企业的存续债券总额为1,097.5亿元，从债务期限结构来看，未来一年内到期的占比较大，五年以上占比很小，偿债压力主要集中在未来五年以内。

从债券品种来看，以期限在三～五年的中期票据为主，符合港口基础设施建设周期，而发行（超）短期融资券主要是为置换中长期债务。

从新发债情况来看，2017年1～9月，环渤海港口企业新发行债券总额为220.70亿元，较2016年同期增长27.57%，其中（超）短期融资券为116亿元，募集资金用途以置换债务为主。而从全国港口企业来看，由于债券市场行情低迷影响，2017年1～9月新发债规模较2016年同期大幅减少，环渤海港口企业新发债规模不降反增，可见其债务置换压力较大，并且整体融资利率有所上升。

信用级别方面，环渤海港口级别为AAA和AA+的企业分别有4家。值得注意的是在2017年10月30日，丹东港集团发布公告表明其发行的10亿元中期票据“14丹东港MTN001” 由于公司有息债务负担重，短期支付压力较大，未能按照约定将“14丹东港MTN001”的回售部分本金按时足额划至托管机构，构成实质性违约，丹东港集团主体和债项信用级别均由AA被下调至C。究其违约因素，腹地经济的持续低迷加之区域内竞争激烈，公司发展激进，大规模的投资使得债务大幅增加的同时，资产流动性趋紧，受实际控制人贿选事件影响外部融资受限，债务的集中到期兑付叠加“14丹东港MTN001”的提前偿付，最终引发了“14丹东港MTN001”的违约。丹东港集团违约事件敲响警钟，对于民营企业而言，实际控制人风险及公司治理与战略仍是关注要点。除丹东港集团外，本文讨论的环渤海港口企业均为国有控股企业，不面临实际控制人风险。

此外，大公国际在2017年3月将烟台港集团有限公司主体信用级别由AA上调至AA+，主要是由于烟台港港口基础设施的完善将有利于其货物吞吐量的提升。

三、信用风险探究

除宏观经济及竞争环境影响外，在全国港口企业转型升级热潮的推动下，我国环渤海港口企业主要面临以下信用风险点：多元化发展不明显，仍以港口装卸堆存业务为主；项目建设投资超前，产能过剩；债务规模

大，资产负债率偏高。

（一）多元化发展不明显，仍以港口装卸堆存业务为主

从全国范围来看，港口企业纷纷开展多元化经营，而近年来环渤海港口群企业多元化发展仍不明显，根据对9家主要港口运营企业的相关数据统计，营业收入中占比较重的业务为港口装卸堆存业务以及依托上下游资源优势开展的大宗商品贸易销售业务，其中港口传统装卸堆存业务收入在总营业收入中的占比由2014年的33.04%略提升至2016年的35.63%。

而由于煤炭、钢铁、油品等大宗商品市场受宏观经济影响较大，存在一定风险，并且毛利率水平很低，环渤海港口群企业以贸易销售业务为突破口开展多元化发展受到较大阻力，近年来，该项业务收入规模逐年降低，在营业收入中的占比由2014年的45.17%降低至36.21%。

（二）项目建设投资超前，产能过剩

目前环渤海港口群存在港口基础设施建设投资超前现象，截至2016年末，9家主要港口运营企业的固定资产及在建工程规模合计已达3,378.25亿元，较2014年末大幅增长15.54%，同期货物吞吐量增幅仅为1.69%。环渤海港口群投资规模较长三角和珠三角港口群大幅领先，并且在建工程规模很大，未来存在一定资金缺口，转为固定资产后折旧会大幅增长，对环渤海港口企业的盈利能力产生一定不利影响。

本文以总营业收入/（固定资产+在建工程）来计算投资周转率，以分析港口产能利用情况。目前环渤海港口群总体产能利用率低，尤其干散货码头产能过剩严重，2014～2016年，环渤海港口群的投资周转率逐年下降，分别为42.18%、33.49%和32.82%。截至2016年末，长三角和珠三角因吞吐量增速较快和相对合理的投资计划使得投资周转率保持在较好水平，而环渤海港口投资周转率相对较低。

（三）债务负担重，资产负债率偏高

由于港口基础设施建设资金需求量较大，而建设资金主要来自债务融资，环渤海港口企业债务规模较大，债务负担较重，截至2016年末9家港口企业合计总负债规模为3,619.3亿，远高于长三角与珠三角港口群，平均资产负债率为60.76%，高于2016年我国港口集团企业的平均资产负债率56.91%。值得注意的是，个别港口企业资产负债率很高，其中2016年末丹东港集团有限公司资产负债率高达76.12%。

整体来看，相较全国港口企业，我国环渤海港口企业转型升级已取得一些积极成果，如辽宁省港口整合的推进将使大连港集团有限公司以及营口港集团有限公司由招商局集团有限公司统一控股管理，在一定层面上减缓相互间竞争压力，并提供一定股东支持。

但在转型升级背景下，环渤海港口企业仍面临上文中提到的较难以克服的问题，此外，宏观经济下行造成的货物吞吐量增速放缓以及区域内竞争压力较大也影响环渤海港口企业的进一步发展，未来对环渤海港口企业的信用风险应重点关注这些方面。

地方性融资平台整合对企业信用风险的影响

地方性融资平台整合利弊兼有，但地方性融资平台整合有助于推动地方性融资平台转型，进而提高市场化经营管理能力，增强造血功能，更好地助力地方经济的发展。

文 / 王二娇

一、地方性融资平台整合的必要性

（一）政策环境导致地方性融资平台面临市场化转型

“分税制”改革后事权与财权不匹配导致地方性投融资平台的出现，金融危机和“四万亿计划”的刺激使地方性融资平台迅猛发展。随着地方性融资平台的发展，地方政府隐性债务急剧增长，我国地方性政府面临较大的债务压力，为加强地方政府性债务管理，2014年，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号）要求“剥离融资平台公司的政府融资职能，融资平台公司不得新增政府性债务”，随后一系列的政策性文件如《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》（国办发【2015】42号）、《国务院关于进一步做好棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发【2015】37号）、《地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号）、《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预【2017】50号)均要求推动地方性融资平台市场化转型，在政策的驱动下，全国各地地方性融资平台开始寻求未来的发展之道。

（二）地方性融资平台面临发展可持续性的风险，自身造血功能不足

目前，我国部分地方性融资平台因其所负责范围内大规模基建等业务已基本完成，后续存量业务规模相对较小，未来发展面临可持续性的问题。某地方性融资平台主要负责青岛市黄岛区的基础设施建设、保障房及棚户区改造业务，2017年以来，其所负责的基建、安置房和保障房代建业务已基本完工，同时，受下属子公司资产划转的影响，在建的项目规模较小，该地方性融资平台面临可持续性风险。另外，我国地方性融资平台存在着依赖政府输血来维持其经营的现象，自身造血功能不足，地方性政府融资平台的自身经营难以为继。

（三）地方性融资平台“小、多、乱”，不利于地方性政府债务的规范管理

我国地方性融资平台存在“小、多、乱”的现状，据统计，截至2017年9月末，银监会融资平台名单共11,734家,融资平台数量众多，其中区县级的地方性融资平台的数量占比较大，同一区域内有不同的融资平台负责开发，且业务范围界定模糊。地方性融资平台以各种方式进行融资，这些债务或纳入政府财政预算，或属于地方政府的隐性债务，故对债务的管理存在一定难度。

二、地方融资平台整合概况

区域性平台的整合将是近期地方政府对区域内平台加强管理并推动

下属城投平台转型的途径之一。自2016年以来，重庆、山东等已陆续发布政策文件，对区域内城投转型做出指引。其中，重庆市、四川省提出通过兼并重组、整合归并同类业务的方式转型为公益类国有单位；重庆市规定每个区县（自治县）确定的公益性项目建设单位最多不超过3家；安徽省鼓励有条件的融资平台公司实行多板块业务经营，增强造血功能；浙江省号召组建若干千亿级专业化融资平台，加快完成地方融资平台重组整合为国有资本运营集团。另外，部分地级市济南市、常州市、贵阳市、遵义市等已经出台地方性融资平台整合的政策文件。

我国部分地区出现地方性融资平台整合，其中济南市出台《济南市市级投融资平台整合调整方案》，计划将济南旧城开发投资集团等7家平台整合成职能分工明确的6大平台。常州市根据《关于市级投融资平台转型发展改革的实施意见》，将常州市的9家平台整合成常州市城市建设（集团）有限公司、常州市交通产业集团有限公司、常州市晋陵投资建设有限公司3家专业性平台。遵义市将26家市属国有企业整合为遵义道桥建设（集团）有限公司、遵义城建投资（集团）有限公司、遵义交通旅游投资（集团）有限公司和遵义金融控股（集团）有限公司4家专业性平台。

地方性融资平台整合过程中，主要涉及两种运作模式，一种是将地方性融资平台整合成综合性的融资平台，成立一家新公司，将原有的若干地方性融资平台统一划转至新公司，或直接选取当地较大的地方性融资平台，将其作为股权受让主体，将其他公司的股权划转至该公司。另外一种是整合成专业化的融资平台，专门负责交通、基建等不同板块。地方性融资平台整合后其业务领域和地域范围均发生了改变，进而给企业的信用带来一定的影响。

三、地方性融资平台整合对企业信用风险的有利影响

在各地方性政策的鼓励和推动下，地方性融资平台的整合将逐渐增多。地方性融资平台整合对企业信用风险的有利影响体现在两方面：

（一）地方性融资平台整合有助于减少小型地方融资性平台，实现规模优势，提高偿债能力

当前数量众多的融资平台和快速增长的融资规模给地方政府带来了债务隐患，增加了转型的难度和复杂性。因地方融资平台数量多，规模偏小，信用等级较低，融资能力偏弱，难以满足日益增长的融资需求，同时，小规模的融资平台的资金调配能力较弱，容易出现现金流紧张，因此可以根据地方政府的级别以及地区经济财政实力，确定其下属融资平台数量上限，整合成少数几个综合性或者专业性的融资平台。整合后的融资平台，规模优势凸显，主体地位明显，信用等级相应提升，融资能力及资金的协调调配能力提升，偿债能力进而提高。亳州市国资委将其持有的亳州市交通建设投资有限公司等5家公司通过增资的方式将注入建安投资控股集团有限公司（以下简称“建安投控”），整合后建安投控成为亳州市唯一的城市基建投融资主体，资产规模增加183.49亿元，2014年末达715.49亿元，营业收入增长15.75亿元至52.64亿元，土地出让、土地整理及政府BT项目三者收入增长15.45亿元达45.87亿元，核心业务收入提升，规模优势凸显，融资及偿债能力均提升，平台地位突出，在促进区域建设发展方面贡献突出。

（二）地方性融资平台的整合有助于加强业务之间的联系，增强协同效益

地方性融资平台整合，一般采取业务经营相关或上下游相关的产业，有助于扩展产业链，加强规模优势与集中优势，实现经营业务的“协同效益”，促进业务板块的整合与创建，助力产业结构的多元化经营。根据相关政策文件，云南省国资委于2016年12月将云南省昆明国际会展中心有限公司100%股权及相关省级会展类资产整合划转至云南省城市投资集团有限公司（以下简称“云南城建”），划转后云南城建新增会展业务，整合

前云南城建的旅游文化板块主要为景区和酒店，会展资产的划入有助于扩展产业链，促进文化会展旅游的发展，实现协同效益。另外，整合地方性融资平台，有助于实现管理的协同效应，在平台整合完成后，地方性融资平台将建立更加完善的管理体制机制，实现对下属子公司的管理协同效益，提高管理水平，增强相关政府管理部门对融资平台的引导并更好地了解、控制地方债务。

四、地方性融资平台整合对企业信用的不利影响

地方性融资平台整合带来了机遇，但是整合过程中的风险不容忽视，整合中的风险具体体现在以下两方面：

（一）地方性融资平台整合中，股权被划转企业面临一定的信用风险

地方性融资平台整合有助于实现专业优势与集中优势，提高资源利用效率，增强实力，提高竞争力，降低平台之间的竞争。但在整合时，被划转企业将面临业务板块减少，资产规模缩减，盈利能力下降，偿债来源减少，对存量债务的偿还能力降低，进而被划转企业的信用风险增加。重庆交通旅游投资集团有限公司(以下简称“重庆交旅”）是重庆市的交通与旅游平台，2011年，重庆市国资委将其子公司重庆旅游投资集团有限公司（以下简称“重庆旅投”）提升为国资委出资企业，将重庆交旅的全部旅游资产划拨给重庆旅投，与旅游业务相关的车辆通行费、工程施工及旅游收入全被剥离，重庆交旅只负责公路债务的偿还，收入来源仅为土地储备管理及土地转让/回购业务，营业收入下降8.32亿元至0.09亿元，财富创造能力急剧下降；2011年末，重庆交旅的资产规模减少62.18亿元至339.26亿元，净资产下降39.69亿元至68.03亿元；有息负债为264.85亿元，是其净资产的3.89倍，同比增加0.53倍，净资产对其债务的保障能力下降，股权被划转企业的主体信用风险加大。

（二）新组建的地方性融资平台整合压力大，存在管控不足的风险

通过投融资平台的有效整合，不仅可以做到资产保值增值，发挥平台的融资作用，还能实现从资源到资产，从资产到资本，从资本到资金的转变与良性循环，持续促进城市的建设与发展。新组建的地方性融资平台整体实力和资本运作能力增强，融资渠道拓宽，但地方性融资平台的大规模整合不仅需要地方政府及相关部门政策上的支持，而且新组建的平台自身管控能力也需提高。地方性融资平台整合导致部分被整合的平台地位下降，但被整合平台的管理人员行政级别维持不变，容易造成新组建平台对被整合平台的管控困难。新组建的地方性融资平台长远的发展战略规划、科学的投融资决策机制和风险管理体制推行实施困难，那么，长期来看，新组建的融资平台仍要面临市场化转型困难，难以成为具有自主经营能力的准市场化主体等困境。

综合来看，地方性融资平台整合利弊兼有，但地方性融资平台整合有助于推动地方性融资平台转型，进而提高市场化经营管理能力，增强造血功能，更好地助力地方经济的发展。

担保机构信用评级体系的构建

为加强社会信用体系建设，提升担保机构的风险控制能力，推动担保机构和金融机构的业务合作，更好地发挥担保机构服务中小企业的作用，对担保机构开展第三方信用评级是加快信用体系建设的有效途径。

文 / 王岚

担保机构是我国近十几年来发展起来的新兴行业，在有效缓解中小企业融资难、担保难等方面发挥了重要作用，但客观上担保行业仍属于高风险行业，针对担保机构的信用评级管理与担保机构汇集的信用风险之间仍存在不平衡，导致银行等金融机构和被担保人难以识别担保机构的风险状况，从而加剧了信贷市场资源与价格的扭曲，因此建立起规范的担保机构第三方信用评级体系已成为我国担保行业可持续发展所急需解决的重要课题。

一、担保机构信用评级体系建设的现状与问题

由于我国信用担保行业的发展历史较短，目前仍处于发育成长阶段，行业体系不健全、监管法规缺失、担保风险的分散转移机制不完善及社会信用环境不佳等进一步加大了担保行业的风险，集中表现在以下三个方面：

（一）市场体系不健全、部分担保机构运作不规范

目前，担保市场体系不健全，行业监管法律法规不完整，针对担保行业信用评级体系的法律法规尚未形成，担保风险转移机制不完善、社会信用环境不佳等进一步加大了担保行业的风险。同时，担保机构的资金来源和业务种类较为单一，行业发展良莠不齐，一些民间出资或规模较小的担保机构，其资金增长与补充机制不健全、内部风险控制体系不完善、人员综合素质较低、业务创新能力较弱、风险处置能力不足，并存在利用担保放大倍数过度担保、利用客户保证金转移风险、利用假代偿套取银行保证金、为客户提供承兑保证金或过桥借款套取银行信贷及不履行代偿义务等违规现象，扰乱了正常的金融秩序与经济秩序，担保机构自身信用不足影响了担保行业的社会形象和健康发展。

（二）担保机构与银行业务合作中的脱节现象

由于缺乏统一的信息披露平台，银行仅依靠自身拥有的信息无法准确洞察担保机构的业务经营状况和偿债能力，许多银行不愿与民营担保机构合作，即使共同开展业务，也存在将中小企业信贷风险向担保机构转移的现象，造成了担保机构风险端与收益端的不匹配，恶化了担保机构的生存环境，同时也弱化了银行对企业的考察和评估，加大了金融行业的整体风险。因此，信用信息的不对称、不透明使得银行缺乏对担保机构的信任，制约了担保公司与银行合作的顺利开展，也成为中小企业贷款难的一个重要原因之一。

（三）评级结果的适用性有待提升

目前银行对担保机构的考量较少参考外部评级结果，许多银行建立内部评级体系对担保公司开展评价，由于

风险计量标准和风险偏好不同，信用评级指标体系和权重设计不同，信用等级划分方式差异较大，评级结果的适用性较弱。另外，政府监管部门的工作重点在于机构审批，监管手段有限，也暂未参考外部评级报告。鉴于评级结果的适用性较弱，信用评级在扩大信用供给规模等方面的正向激励作用尚未充分体现，担保机构参评也缺乏主动性和连续性。

二、推进担保机构信用评级体系建设的思路与策略

鉴于担保行业的发展现状，在完善监管机制与法律法规的同时，需要建立起规范的担保机构第三方信用评级体系，这样既有利于担保公司的业务拓展，也有利于银行更好地防范信用风险，同时可以改善中小企业的融资环境。为强化担保机构第三方信用评级在增强市场信息透明度、中小企业增信和分担金融机构风险方面的重要意义，创造和谐的评级环境，评级机构可以推进以下三方面的建设：

（一）加快建立科学、统一的评级标准

作为风险外包机构，担保公司的运行与生存机制有别于一般工商企业，因此，评级机构应针对担保机构的运行特点建立一套科学、全面、有针对性的评级标准，完善评级方法和指标体系，客观、公正、科学地评估担保机构的信用状况，确保信用评级工作的独立性、客观性和公正性，促进担保行业信用评级结果的应用和健康发展。

（二）积极推动评级结果的应用

专业信用评级机构借助其规模优势，拥有更丰富的信息渠道，从而提高其评级结果的可靠性，能够在一定程度上降低信用风险，并且减少重复评级的成本，提高效率。但是目前对担保机构的信用评级仍处于发展初期，担保机构的信用评级体系和信用评级模型处于开发阶段，难以形成稳健有效的评级结果，影响了评级结果的市场认可度。因此，评级机构应将前沿的评级技术和手段运用到担保机构的评级过程中，提升评级质量和市场认可度。同时，评级机构应加强与担保机构和银行之间的合作，建立良性的三方合作体系，共同推动评级结果在金融机构信贷审核中的应用范围，使得银行将担保机构的信用等级作为确定担保授信合作对象、放大倍数、授信额度和利率的参考依据，对信用等级不同的担保机构实行区别对待、扶优限劣，有效防范信用风险。

（三）推动行业信息共享机制的建立

金融机构内部普遍开展信用评级，对企业的借贷和偿还等信息进行记录，并形成一套评价体系，但这些信用信息公开较少，很多信息局限在内部流转，限制了评级的使用范围，因此评级机构可以推动监管部门、金融机构和行业协会之间建立常态化的信息共享机制，搭建金融信用平台，推动全方位、立体化的信用信息网络的形成，强化金融机构彼此之间的信任，实现行业内部的良性互动。

三、担保行业信用体系建设的展望

担保机构第三方信用评级体系的构建是保证担保行业健康、持续发展的基础，在我国担保行业仍处于培育发展阶段的现实情况下，如何构筑担保行业信用体系，如何建立起一套符合我国国情的担保行业信用评级制度，如何加强担保行业的金融监管，已成为我国担保行业可持续发展所面临的重要课题。评级机构依托其自身的资源和技术优势，在有效推进担保行业信用体系建设和社会信用体系建设的协同发展中可以发挥其巨大的推动作用，是确保担保行业具有良好信用的重要一环。随着我国担保机构信用体系的建立和逐步完善，可以弥补银行自身信用评级体系的不足，推进银行等金融机构与担保机构的业务合作，充分发挥担保机构在金融体系中的重要作用，改善中小企业的融资环境，促进经济的良性发展。

大数据技术在供应链金融中的应用研究

在不断创新的新经济常态下，供应链金融必将不断结合大数据、互联网等技术，立足金融本质的前提下，将风险把控的路径更加科学化、数据支撑化，真正做到风险实时监测隔离。

文 / 李彩会

大数据技术充分利用海量数据资源，加快信息共享。大数据技术的应用将引领供应链金融的变革，改变供应链金融基础数据不完善、信息流通不顺畅等实际问题。大数据技术将供应链金融风控模式数据化、动态化，实现实时风险预警的多级风控效果。

随着计算机时代的快速发展和云时代的到来，大数据在诸多领域的应用也引来了越来越多的关注。大公数据在将数据技术引入供应链金融中做出了一些实践性探索。大公数据整合丝路互金网、信用管理系统等信息资源，结合大数据技术引领供应链金融的变革升级，实现风控数据化、动态化，达到实时风险预警的效果。

一、大数据技术的概念

大数据是一种在获取、存储、管理、分析方面大大超出传统数据库软件工具能力范围的数据集合，具有海量的数据规模、快速的数据流转、多样的数据类型和价值密度低四大特征。

在一个典型的大数据技术栈中，最底层的系统文件是大数据技术的基础，实现存储和网络互联的功能（见图）。数据管理是将底层散乱无序的数据集结归集成数据库,实现数据存储和管理功能。业务计算是数据处理、分析和应用的工具和技术方法，包括分布式计算、NLP处理、流式实时计算以及由此衍生出的一些编程模型和计算模型等。分析工具则是基于业务计算得到的，具体分析包括统计性分析、可视化分析、流分析等。

二、大数据技术在供应链金融中的具体应用

在供应链金融中，大数据技术主要作用于整合资源信息、解决信息不对称问题、指引金融服务商业等方面。大公数据利用大数据技术力图在供应链金融信用风险监控中有新的探索。

（一）匹配用户需求，设计个性化金融服务

大数据技术可通过数据挖掘匹配多种数据源，结合行业发展动态，精准把握中小企业需求，将企业寻找信息转换成信息主动寻找企业，为中小企业设计各种个性化供应链金融服务。

（二）完善交易征信，降低信息不对称

传统模式下征信及自动贷后基于的交易数据主要依托于静态、平面一点的财报数据，这一数据的参考性不高，存在人为加工等风险。大数据应用模式下征信及自动贷后基于的交易数据主要依托的是动态、可持续的财务数据源，其将对相关主体的财务数据、生产数据等多维的立体数据梳理分析，并通过订单、库存、结算等明

细交易记录进行交叉验证，获得企业最真实的经营状态，提高征信服务质量，降低信息不对称。

（三）实现量化授信，精准把控风险

依托传统模式下征信数据所作出的授信决策存在单一、不准确、更新频次慢等问题。依托大数据技术后，对企业的授信可通过模型结合动态数据源脱敏处理、行业数据、外源数据，得出行情分析，价格波动分析，实现实时监控的分级预警、量化授信，精准把控风险。

（四）建立授信主体数据库，完善数据交互

传统模式下的供应链金融仅依靠核心企业客户订单数据，缺乏各环节的配合和完整的交互数据。大数据应用模式通过交易网关数据模式建立授信主体全方位数据库，从云端获取中小企业交叉数据，智能匹配中小企业进销存ERP系统，彻底摆脱核心企业硬性担保、占比份额等措施，系统的防范控制金融风险，实际缓解中小企业融资难题。

（五）提炼多维数据源，辅助参考决策

大数据技术可提炼授信主体高管个人数据信息，辅助参考值做出决策。通过对高管人员日常生活的交易数据如消费金额、消费分布信息，社交数据如微博微信信息中分析高管人员特性、习惯，交叉验证授信主体实际财务状况，预警授信主体实际控制人还款意愿。

（六）判断预期交易量，精准渠道分配

在对授信主体建立完善的全方位立体数据库后，结合行业数据源，通过相应分析模型可预测出相应的供应链上各数据相互影响关系，各联动变动规律，把一定时期内的消费和流通作为常量，将最大限度地预测终端消费量的变动对供应链各数据源的影响，判断预期交易量，判断渠道、市场的分配量，实现流通和消费的打通，最终提升供应链管理的效率。

（七）优化风控技术，实现高效自动化

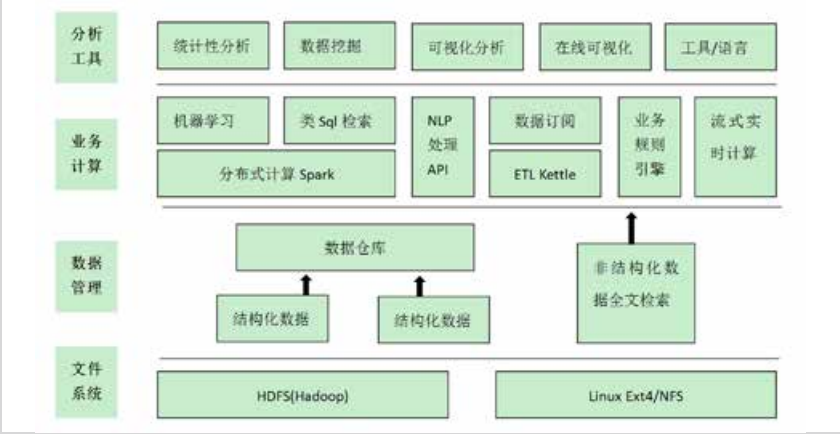
大数据技术从机器人终端采集企业数据到数据清洗、数据整理分析全部通过计算机完成。大数据技术应用模式下的风控预警依托的是实时更新的交易数据、实时追踪的风险测算结果，一旦触发风险预警，有足够的时间采取措施转移风险，如要求授信主体提供第三方担保、承诺差额支付等强制增信措施，或金融机构及时进行资产保全等。

三、大数据技术在供应链金融中的展望

大数据的本质是实体产业数据，真正实现大数据技术应用必将变革产业本身，变革产业供应链管理，将供应链各终端数据传输至云端。供应链金融作为产业和金融的天然桥梁，在金融支持实体产业本职中具有天然的优势。

在不断创新的新经济常态下，供应链金融必将不断结合大数据、互联网等技术，立足金融本质的前提下，将风险把控的路径更加科学化、数据支撑化，真正做到风险实时监测隔离。大公数据将继续加强数据技术在供应链金融中的实践探索，助力产业供应链风险管理。

图　大数据技术栈



数据来源：《大数据分析你不能不懂的 6 个核心技术》

大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

浅析供应链金融下中小企业融资体系

供应链金融下中小企业融资体系，不再单独考虑中小企业本身，而是基于整个产业链的角度对供应链参与成员进行构建。

文 / 张澳夫

供应链金融下的中小企业融资是一种复杂的新型融资模式，今天中小企业在所有企业中数量占比最大，已逐渐成为市场经济的主体。中小企业一般处于发展的初创期，资本积累和扩张需要外部资金支持，但由于受到自身规模以及资金实力的制约，使得银行等金融机构不愿为其发展提供必要的资金支撑。中小企业长期面临融资困难的局面，已经成为制约其成长和发展的重要因素。

为了解决产业链上中小企业的生存，供应链融资应运而生。它通过核心企业良好的商业信誉、强大的履约能力来提高中小企业的信用等级，从而有效地降低中小企业在融资过程中存在的信用风险。

一、供应链金融下中小企业融资体系主体

供应链金融是实力较强的核心企业为其上下游的中小企业提供融资担保，使得中小企业有效获得银行贷款，供应链金融下的中小企业融资是一种复杂的融资模式，包含多个企业与机构的协作，主要包含核心企业、融资企业、金融机构以及第三方服务机构四个主体。

（一）核心企业

核心企业是指在供应链中规模较大、实力较强能够对整个供应链的资金流、商流、信息流以及物流产生较大影响的企业。

（二）融资企业

融资企业主要是指供应链中处于弱势的中小企业，以企业为主体进行资金融通。

（三）第三方服务机构

评级机构对核心企业信用进行等级评定，并在授信审批、贷款定价、限额管理、风险预警等信贷管理中发挥决策支持作用。同时，监督上下游中小企业的资金流和物流，把单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险。从源头遏制了逾期、坏账现象的发生。

（四）金融机构

金融机构主要是指供应链中能够提供放贷的机构，例如银行、投资公司等。

二、供应链金融下中小企业融资体系政策保障

融资难问题一直以来是制约我国中小企业发展的桎梏，在经历过漫长

的摸索之后，政府逐渐认识到供应链金融才是促进实体经济发展的关键所在。2016年以来，随着相关供应链金融政策的密集出台，我国的供应链金融也迎来前所未有的发展契机。

2016年2月，中国人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、商务部、银监会、证监会联合保监会印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，专门提及“大力发展应收账款融资”，还提到“推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台”、“推动大企业和政府采购主体积极确认应收账款，帮助中小企业供应商融资”等内容。

2016年11月，商务部等十部门联合发布《国内贸易流通“十三五”发展规划》，也有提及“鼓励流通企业采用投资基金、动产质押等多种方式融资”，“降低企业融资成本，稳步推广供应链金融”。

2017年8月，商务部和财政部发布《关于开展供应链体系建设工作的通知》，提出“首批重点城市应积极发挥辐射带动周边的作用，形成城市间联动互动局面”，也提及“提高区域供应链标准化、信息化、协同化水平，促进提质增效降本”等内容。

2017年10月，国务院办公厅印发了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》(以下简称“《意见》”)，并首次提出供应链金融的行业目标，要求“到2020年，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育100家左右的全球供应链领先企业，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。”

三、供应链金融下中小企业融资体系构建

供应链金融下中小企业融资体系，不再单独考虑中小企业本身，而是基于整个产业链的角度对供应链参与成员进行构建。

（一）建立融资担保体系

在供应链金融下中小企业融资体系中，融资担保体系是指核心企业与债权人（包括银行等金融机构）约定，当被担保人（上下游的融资企业）不履行或不能履行合同约定债务时，由核心企业承担约定的责任或履行债务。建立融资担保体系为上下游的融资企业提供资金保证，能解决企业信用弱、周转资金缺乏、应收账款回收慢等问题；能监督上下游的融资企业生产经营，帮助企业提高资信等级；能有效分散银行贷款风险，调节社会资金配置。

（二）建立核心企业信用评级体系

银行、融资企业之间信息的不对称、企业信用记录的缺失和对信用意识的不足，严重制约了融资企业融资能力。为推动融资企业有效的信用评级，需建立适用于供应链金融的企业信用评级体系。这样不仅有助于改善融资企业融资难的状况，同时也会扩大银行的业务、规避风险，更长远的意义是产业链蓬勃发展能带来社会稳定。由于融资的中小企业财务数据往往存在失真情况，难以及时准确地反映企业的现实状况。因此，在构建企业信用评级体系时，选用与中小企业有密切关系的核心企业作为信用评级的主体，从侧面反映融资企业的日常经营状况。

（三）建立融资企业信用信息数据库

供应链金融下中小企业融资体系建设的核心是建设融资企业信用信息数据库，实现信用资源的开放。由政府牵头对需融资的中小企业进行信息数据采集，国税、地税、工商、质监以及核心企业等部门和单位要主动提供所掌握的中小企业信息，确保信息入库。

四、结论

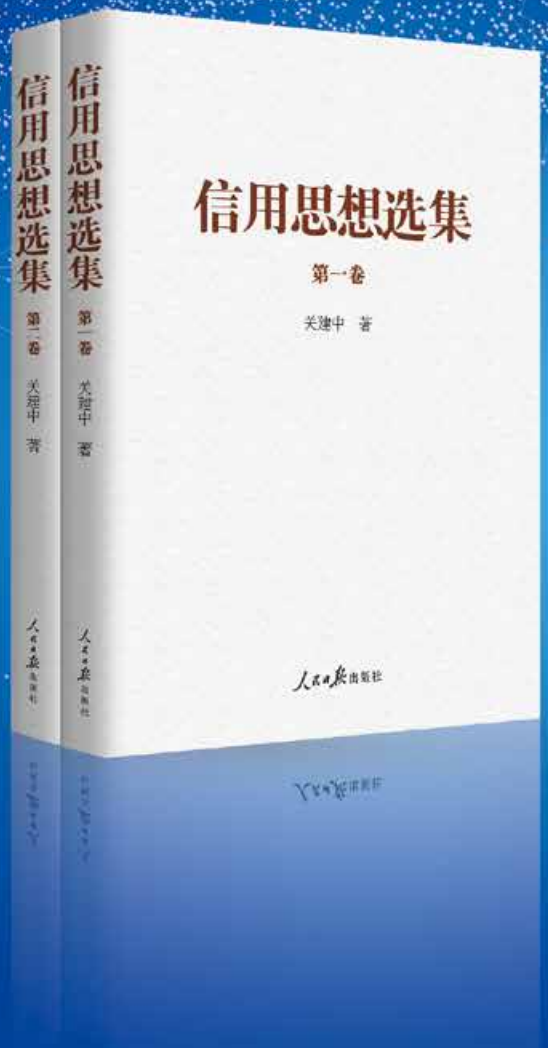
本文所研究的供应链金融下的中小企业融资体系是依托于核心企业和上下游企业间真实贸易背景构建的，它借助于评级技术等手段对接供应链金融的融资企业、核心企业、银行、评级机构等在内的各参与主体，并利用各主体自身优势实时掌握融资企业经营状况从而更好的为中小企业提供融资服务，同时也给物流等产业带来新的赢利点，最终实现多方共赢。

一个具有时代引领价值的
互联网金融新模式

丝路互金网
SilkRoadITFin.com
一带一路互联网金融信用信息服务平台

大公信用数据有限公司
DAGONG CREDIT DATA CO., LTD.

地址：北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座31层
邮编：100125
电话：4008-84-4008（7×24小时全天候客户服务）
网址：http://www.silkroaditfin.com/
邮箱：service@dagongcredit.com



简介

《信用思想选集》是一部以探索信用经济社会发展规律为主旋律的理论研究成果专著。作者以其深厚的哲学思辨功力，运用对立统一思想方法，发现信用关系所构建的社会资金流动体系成为现代社会再生产及建立其上的上层建筑赖以存在和发展的基础，得出了信用关系是现代社会经济基础和人类进入信用经济社会发展阶段的著名论断。选集立意高远，视角独特，逻辑缜密，结论新颖，理论构架自成体系，填补了人类信用思想研究空白，具有极高的理论和应用价值，它以认识信用世界的方法论意义而奠定了其里程碑地位。