◆ 公司新闻

上海远东资信 2016 年度会议隆重召开

3 月 28 日,上海远东资信评估有限公司 2016 年终总结暨 2017 年工作展望会议在上海隆重召开。会议围绕“变革与创新”的主题,交流工作,总结经验,结合形势,共商规划,探讨远东在当今快速发展的金融社会所面临的新机遇与挑战。

会议热烈欢迎国家开发银行原副行长,中国开发性金融促进会执行副会长,上海远东资信评估有限公司名誉董事长李吉平致欢迎词。

李会长首先代表促进会,代表陈元主席,祝贺会议召开,对远东全体领导及员工所做的工作和努力表示衷心感谢。李会长表示,远东作为最早成立的评级机构肩负着重要的历史使命,在座的各位同事想把自己壮大起来的精神面貌让他印象深刻。李会长说:“我们要融在这个开发性金融的大事业里面,发挥作用。中国开发性金融促进会作为远东公司的股东方,最终目的是把远东打造成为民族品牌的评级机构,服务我们国家的信用体系建设,服务我们在吸引国际信用体系的话语权。”

接下来，中国开发性金融促进会秘书长，上海远东资信评估有限公司董事长邢军先生发表重要演讲。邢董事长将瓜分全国债券的七大评级机构贴切地形容为战国七雄，秦孝公推动商鞅变法就是一种变革。远东历史上是诸侯，如今在开发性金融这个大旗下，更是要响应陈元主席“信用建设是第四推动力”，紧握我们开发性金融的优势。同时，邢董事长还表示，将促进评级公司与中国开发性金融促进会、子公司的协同发展，满足金融市场的多元化需求。

随后，上海远东资信评估有限公司副董事长兼总经理韩学渊讲话并部署 2017 年远东战略计划。韩总首先在分析评级行业现状时准确指出远东现今的痛点与竞争力不足的问题，接着，韩总对远东 2017 年的发展作了详尽具体的规划，从组织架构、激励机制等各方面进行调整，致力于实现远东决策与工作执行的最优化。此外，韩总重点强调创新业务与品牌建设两大板块的发展，他表示，“海阔凭鱼跃，天高任鸟飞”，让我们共同努力打造远东的明天。

其后，会议听取了远东各部门2016年度工作汇报与2017年度工作计划并对2016年度优秀员工及团队进行表彰,邢董事长与韩总为获奖员工及团队颁奖并予以鼓励。

最后领导与员工共进晚宴,会议在愉快热烈的气氛中圆满结束。

◆ 专题研究

开发性金融的职责和业务范围

中国开发性金融促进会《全球开发性金融发展报告(2016)》课题组

开发性金融机构的职责定位,这是一个基础性的问题。只有明确了这一点,我们才能进一步回答其他问题,比如:开发性金融机构的业务范围是什么?如何对开发性金融机构的经营业绩进行考核?如何构建与其职责定位、业务范围相适应的内部风险控制和外部监管体系?要回答这些问题,我们还是要首先回到开发性金融机构的职责定位问题。

从全球范围来看,发达国家大都制定了专门适用于开发性金融机构的法律,并详细规定了开发性金融机构的基本定位、权利义务、业务范围等等。从中国的角度而言,我们不仅需要回答上述问题,而且还要思考更多现实的、甚至动态的约束条件,比如:中国是一个发展中大国,各地区发展相对不平衡,很多领域存在突出的结构性问题,财政和金融体系的改革也在不断的推进当中。但是在加入这些具体的约束之前,我们还是要从一般性的角度,对开发性金融机构的职责定位进行梳理。

一、开发性金融机构的职责

开发性金融机构是指以主权信用为依托,利用市场机制开展活动,通过融资推动制度建设和市场建设,以实现某国、某地区或某几个国家的公共政策或战略性目标为宗旨的金融机构。开发性金融机构不同于政策性金融机构和商业性金融机构,而是带有政策性和市场性双重性质,可以简单地理解为两者之间的交叉部分。开发性金融机构成立的初衷就是提供中长期发展资金,以满足国家或地区的战略性资金需求,在提供资金的过程中发挥着政策性功能、引导性功能、补充性功能等。

(一)政策性功能

政策性是开发性金融机构最基本的特征,是指开发性金融机构是服务于国家政策的工具,其宗旨就是为了实现国家特定的战略性目标,而不是像商业性金融机构那样追求盈利。因此,开发性金融机构不可避免地带有较强的政治色彩。也正因如此,其才能依靠国家信用在资本市场上开展融资业务。开发性金融机构政策性功能的发挥主要体现在以下几个方面:

第一,提供公共产品。公共产品因具有较强的外部性和非排他性,存在“搭便车”问题,因而追求利益最大化的私人部门不愿意投资相关领域,最明显的就是大型基础设施领域,以及医疗卫生、教育等社会部门。

事实上,以提供公共产品为目标的,不仅仅只有开发性金融机构,还有政策性金融机构。Panizza(2004)将后者定义为:专门向具有积极外部性、但商业信贷难以满足的项目

提供长期融资的金融机构[1]。因此,国家或政府部门就自然成为公共产品的提供者,此时政策性金融机构将成为最主要的资金供给者。然而,政策性金融机构最突出的特征就是完全的“政治性”,其完全依赖政府财政拨款和补贴运作,没有任何的盈利业务,远远无法满足公共产品供给所需的巨额资金;更重要的是,一旦财政资金不足或者国家财政收支状况恶化,这些政策性金融机构便会失去资金供应,无法继续满足公共产品的融资需求。

正因如此,推进政策性金融机构逐步向开发性金融机构改革,尤其是鼓励其开展市场化运作,成为政策性金融机构改革的重点内容。开发性金融机构自身的特性决定了其有意愿和能力参与国家的公共产品供给。一方面,开发性金融机构的“政策性”特征决定了其在开展业务时是以国家关切的重要领域为导向,而不是单纯地追求机构的利益,因此它们会将资金投入到公共产品部门;另一方面,开发性金融机构“市场化”或“商业化”的运作机制(如发行债券)确保其能够在资本市场上获取足够的资金,满足公共产品的资金投入。

第二,支持新兴产业或弱势产业发展。对于一些战略性新兴产业,在发展初期,由于其发展存在较大的不确定性,私人部门不愿进入,商业性金融机构的贷款意愿也不大,此时就需要开发性金融机构的早期扶持。

开发性金融机构可以采取“国家规划——开发性金融机构投资——私人部门和商业性金融机构介入”的流程推进新兴产业的发展。进一步而言,国家或政府部门首先对想要发展的战略性新兴产业制定相关的发展规划;接着开发性金融机构根据国家规划,对指定的新兴产业项目开展可行性研究,对适合的项目进行资金支持和相应的市场机制的培育;当具备一定的条件后,开发性金融机构逐步退出,由私人部门独立经营这些战略性新兴产业,并由商业性金融机构提供信贷支持。

可见,开发性金融机构对战略性新兴产业的扶持最明显地体现了其“开发”性质,且这一“开发”作用不仅仅是资金支持,还包括产业发展所需的市场机制、制度环境等的开发和完善。对于一些弱势产业(如农业),为了平衡各个产业之间的发展,开发性金融机构也将通过类似的机制给予支持。因此,开发性金融机构通过对一些产业的支持发挥着提高资源配置效率、优化产业结构和经济结构的政策性功能。

第三,缓和经济周期波动。开发性金融机构的核心业务是中长期投融资,因此其可以根据经济的运行状况调整投融资的规模、结构等等,来影响经济中的投资活动,从而缓和经济周期波动的冲击。例如,当经济过热时,开发性金融机构将收缩投资规模,减小对产业的扶持力度,同时增加债券发行,以起到回笼货币的作用,最终降低经济热度;反之,当经济萧条时,开发性金融机构则可以扩大投资规模,加大对相关产业的投资和扶持力度,并减少债券发行和资本市场操作,发挥逆周期的作用。

1 Panizza U., Eduardo L., Alejandro M., “Should the Government Be in the Banking Business? The Role of State-owned and Development Banks”, Inter-American Development Bank Working Paper, 2004, P.15.

(二)引导性功能

开发性金融机构的引导性作用是指其可以间接地吸引社会资本流向特定的产业或领域。特别是,吸引私人部门和商业性金融机构进入符合国家或地区的政策意图或长远发展目标的产业。

众所周知,开发性金融机构是以国家信用为依托开展投融资活动的,其宗旨是实现国家的战略性发展目标,这无形中给私人部门和商业性金融机构一种暗示,即开发性金融机构所支持和进入的产业应是国家鼓励未来发展的产业,国家信用无疑是对产业不确定性风险的一种担保,从而提升私人部门的投资意愿以及商业性金融机构的放贷意愿。

与此同时,开发性金融机构的先期投入,已经为产业或项目发展奠定了一定的基础,这会引导私人部门和商业性金融机构随后也跟着进入"搭便车"。因此,当国家希望优先发展某些产业时,如重工业先行或者环境友好型产业先行等,就可以指示开发性金融机构增加对这些产业的信贷和投资,从而吸引私人部门和商业性金融机构的随后跟进,达到引导经济发展方向的目的。

(三)补充性功能

开发性金融机构、政策性金融机构、商业性金融机构之间是相互补充的关系,而不是替代和竞争关系。有人认为,开发性金融机构的基本功能是解决市场失灵,从这个角度而言,开发性金融机构是为了弥补商业性金融机构的不足,为商业性金融机构不愿进入的领域或产业提供优惠的中长期贷款。不过,解决市场失灵首先应该是政府部门的责任,直接的解决方式就是要求政策性金融机构代表国家进行市场干预,而市场失灵也成为政策性金融机构产生的理论基础。

然而,当代表政府意愿的政策性金融机构试图弥补市场失灵的时候,由于政府自身或政策性金融机构自身的局限性,仍然可能存在一些问题。尤其是,政策性金融机构对政府财政补贴的严重依赖,不仅会导致其投资资金供给不足,财务缺乏可持续性,而且还会导致其唯国家政策为准,不重视投资盈亏,出现"道德风险"。此时就会产生"政府失灵"问题,也就是说,市场失灵和"政府失灵"同时出现了。

所谓"政府失灵",就是政府在干预经济、社会生活,以期弥补市场失灵的过程中,由于自身治理能力的局限性或者客观因素的影响,又出现了新的问题(如腐败、寻租等等),导致社会资源无法达到最优配置的情况。当出现政府失灵,或者说市场失灵和政府失灵同时存在时,就需要开发性金融机构发挥作用了[2]。因为开发性金融机构兼具"政策性"和"商业性"双重性质,因此它一方面可以弥补商业性金融机构功能不足导致的市场失灵,另一方面又能够弥补政策性金融机构功能不足导致的政府失灵。

二、开发性金融机构的业务范围

开发性金融机构的业务范围简单来讲就是指开发性金融机构要开展哪些业务、从事哪些活动,业务范围限定了开发性金融机构应该做什么、不应该做什么,或者说应该

2 赖溟溟、马力,论开发性金融治理模式及其在中国的创新,辽宁大学学报(哲学社会科学版)2007 年第 4 期,第 119–124 页;孙国峰(中国人民银行货币政策司副司长),开发性金融的逻辑,《清华金融评论》2014 年第 7 期,第 73–77 页。

进入哪些领域、不应该进入哪些领域。

最核心的问题是,如何清晰界定政策性金融机构、开发性金融机构和商业性金融机构之间的业务界限。很多国家会通过独立的立法来限定开发性金融机构的业务范围,这有利于协调各种金融机构之间的市场行为,推进它们之间的合作共赢,也是推动开发性金融机构法治化的必要条件之一。但立法的根本前提仍然是明晰各种金融机构之间的特征差异,尤其是功能或职责的差异,开发性金融机构的政策性、引导性和补充性功能直接决定了其特殊的业务范围。

开发性金融机构的业务范围可以从宏观和微观两个层面来界定,宏观层面是指开发性金融机构在产业或项目选择方面应该遵循哪些标准,微观层面是指开发性金融机构具体的市场运作方式有哪些,这些标准和运作方式与政策性和商业性金融机构有何差别?

(一)宏观层面:进入标准

目前大多数法律是以进入领域或产业来限定开发性金融机构的业务范围的,如规定开发性金融机构应支持基础设施建设、基础产业发展、支持城镇化建设等具有公共产品性质的领域。然而,在界定开发性金融机构的业务范围时,不宜单纯以进入的行业或领域作为标准,而应具体分析产业或项目在盈利性、实施主体、持续期限、行业成熟度、发展阶段等方面的属性。

例如,支持城市化建设是开发性金融机构的主要投资领域之一,其中的交通、电力等基础设施建设属于开发性金融机构的业务范围,但住房改造、医疗条件改善、供水等事务在很大程度上属于商业性金融机构的业务范畴,尤其是其中盈利性较大的项目贷款,或者是中短期的批发零售贷款业务。

界定开发性金融机构业务范围需要一套系统的指标体系,可供参考的指标至少有以下四个方面:

一是盈利性。开发性金融机构坚持保本微利的原则,其主要目标是支持国家的发展政策或战略性发展目标,而不是追逐利润;相反,商业性金融机构是以盈利为目的,其首先考虑的就是自身的成本和收益,不会参与那些利润较低甚至没有盈利的项目;政策性金融机构完全是由政府财政支撑的,其并不关心盈利问题。

因此,对于那些无论是短期还是长期都不会盈利的项目,应该由政策性金融机构进入,完全依靠政府财政补贴给予支持;对于那些在短期和长期都可能盈利的项目,适合由商业性金融机构予以支持;对于那些短期不会盈利,但是长期中会盈利的项目,则由开发性金融机构进入开展相关业务。

二是实施主体。一般而言,大型企业尤其是国有企业因具备“国有”背景和规模优势,容易获得商业性金融机构的信贷支持,而中小企业和民营企业往往较难获得金融机构贷款,但它们对经济和产业发展不可或缺,甚至在某些产业更具有比较优势。因此,对于大型企业实施的项目,可考虑由商业性金融机构进入,而中小企业和民营企业实施的项目,则由开发性金融机构予以支持,鼓励中小、民营企业的发展,增加市场竞争度,提高各类企业的运作效率。

三是持续期限。开发性金融机构产生之初就是为了满足国家或地区的中长期投融资需求,而商业性金融机构倾向于进行中短期贷款,以避免长期中的不确定导致的收益损失。因此,对于超过一定期限(如 10 年或

20年)的贷款项目,可考虑由开发性金融机构或政策性金融机构进入,而对于持续期限较短(如10年以下或5年以下等)的项目,则由商业性金融机构进入。

四是行业成熟度和发展阶段。开发性金融机构的政策性目标之一就是支持新兴产业或弱势产业的发展,这些产业或行业在起步阶段时,缺少各种发展资源和条件,发展很不成熟,此时开发性金融机构进入开展业务,可以起到"催化剂"的作用,当发展到一定阶段后,开发性金融机构又将通过其引导性功能吸引商业性金融机构进入,开展相关业务。可见,由于行业成熟度是随着时间不断变化的,因此,开发性金融机构和商业性金融机构应动态地划分两者之间的业务范围。

当然,上述指标只是起到一定的参考价值,具体应该选取哪些指标,以及标准如何设定,还需要深入系统的研究。当指标体系和具体标准设定之后,就可以制定相关的法律法规,以法律形式规范开发性金融机构的业务范围,以防止开发性金融机构挤占商业性金融机构的业务,导致不公平竞争[3]。

(二)微观层面:运作方式

政策性金融机构完全按照政府指令开展中长期信贷业务,满足项目的资金需求,其资金也是完全来源于政府财政,因而除贷款业务以外,其并不存在其他业务运作方式,更不涉及任何市场化的业务。

商业性金融机构以短期零散投融资为主要业务,其资金来源也主要是依赖吸收居民储蓄,因此商业性金融机构的市场运作方式主要就是存款和中短期贷款。当然,商业性金融机构也可以发行债券,但是其发行债券的融资成本要远高于吸收储蓄,不符合经济效益原则。

开发性金融机构的主要业务是提供中长期信贷(不提供居民储蓄业务),但是,与商业性金融机构相比,开发性金融机构的贷款不仅期限长,而且利率很低,带有明显的优惠和扶持性质,充分体现了其政策性、引导性等功能。

更重要的是,虽然开发性金融机构和政策性金融机构都会提供中长期信贷,但是由于开发性金融机构的资金来源主要不是政府财政,而是在资本市场发行债券筹集资金,所以其在资本市场上非常活跃。

正因如此,开发性金融机构开展业务的具体方式除了中长期贷款之外,还涉及股权投资、风险投资、债券承销、保险和租赁等多样化的资本运作方式。不仅如此,政策性金融机构只是强调满足国家战略性项目的资金需求,而开发性金融机构不仅强调为项目建设提供资金,更强调运用开发性方法,开展咨询服务、技术援助、公私部门合作(PPP)等"软"业务,主动推进市场建设、信用建设和制度建设,提高国家和私人部门的治理能力。其中,咨询服务包括发展规划咨询、企业业务(如上市、并购重组、资产评估等)咨询等。

三、开发性金融机构的经营业绩考核

开发性金融机构具有"政策性"和"商业

3 因为开发性金融机构是以国家信用为依托开展投融资活动的,所以其在债权市场上更有融资优势,而且由于融资成本低,它们的贷款利率也低,这就导致商业性金融机构失去竞争力和相关业务,危害其发展。

性”双重性质,即其虽然采取市场化的业务运作方式,但其业务却带有很强的政策目的,因此在考核其经营业绩时,不能仅仅像考核商业性金融机构那样,只关注利润率、资本充足率、净资产收益率、不良资产比率等微观的市场运作指标,同时还要考察其贷款或其他活动对整个国民经济增长、投资、居民生活条件等宏观指标的促进作用。

更何况,开发性金融机构建立和开展业务的初衷并不是盈利,而是服务于国家政策,所以在确保自身可持续运行的基础上,其推动国家发展目标的实现情况才是经营业绩考核时更应被关注的问题。

(一)宏观层面:发展促进绩效

如前文所述,引导性功能是开发性金融机构非常重要的职能之一。虽然,与商业性金融机构巨额的市场投资无法直接匹敌,但开发性金融机构能够间接引导商业性金融机构和其他社会资本的流向,因而其实际调动的投资额远高于它们期初的资金投入。

更重要的是,在投融资的过程中,开发性金融机构还会起到优化结构、培育市场、推进体制机制建设等重要作用,其对整个社会、经济发展的贡献将被无限放大。鉴于此,从宏观层面考察开发性金融机构的经营绩效不应被忽略,因为这实质上是其市场运作绩效的价值转移效应和价值扩大效应。

具体地,可以从两个方面考察开发性金融机构的国民经济、社会发展促进绩效。其一,是开发性金融机构对发展指标,如经济增长、居民收入水平提高、消费、投资、基础设施、减贫、就业、环境可持续发展等的促进作用,即开发性金融机构贡献度指标体系。其二,是开发性金融机构与国家的发展目标的吻合程度,即开发性金融机构的契合度指标体系。

上述两方面分别从总量和相对量的角度衡量开发性金融机构的发展促进绩效。由于开发性金融机构投资的多是一些中长期的基础设施项目,短期之内很难产生明显的效果,所以开发性金融贡献度指标在核算时难度相对较大,且容易出现偏差。而契合度指标相对简单,依据开发性金融机构的资金流向、结构、具体项目的性质等,可以采用赋值的方法予以衡量。当然,如果想要进一步考察开发性金融机构对社会、经济发展等的实际贡献与国家设定的政策目标之间的吻合程度,则会面临同贡献度指标体系一样的困境。

(二)微观层面:市场运作绩效

开发性金融机构需要确保本机构至少保本微利,以实现自身可持续发展,尽可能地减少政府财政支持;而且,开发性金融机构的良性发展、盈利能力的提升,可以增大其对国家政策的支持力度,因此必须对开发性金融机构的市场运作绩效予以定期考核。目前对开发性金融机构的考核主要还是依据商业性金融机构的指标来进行的,以《巴塞尔协议》为参照。反映金融机构市场运作绩效的指标有:资产总额、资本充足率、所有者权益、净利润、不良资产比率、不良贷款比率、流动性等。

需要指出的是,开发性金融机构采取市场化运作方式,因此在指标选取、标准设定等方面与商业性金融机构存在一定的相似性;然而,开发性金融机构的功能、业务范围和市场运作方式与商业性金融机构存在较大差异,两种金融机构采取同样的市场业绩考核指标和标准并不适合。

例如,流动性指标,商业性金融机构为

规避风险，从事的主要是中短期信贷业务，对流动性的要求很高；但是，开发性金融机构从事的主要是国家政策要求的中长期投资，长期贷款的占比很高，因而其资本流动性必然很差。但这种低流动性是由开发性金融机构的功能和职责决定的，从根本上来讲是国家政策要求决定的，而不是其自身经营存在问题，所以，流动性指标在设定时对两种金融机构的要求必须不同。

再如，净利润或盈利性指标，商业性金融机构的逐利性导致其对利润率的要求必然很高，而开发性金融机构开展业务的目的是为了实现国家的战略性发展目标，并非盈利，所以利润率不能成为开发性金融机构绩效考核的重点指标，至少在标准上相对要低。同样地，资本充足率、不良贷款比率等指标在设定标准时也应考虑不同金融机构的职能、业务等的差异性。

此外，可能还会存在一些商业性金融机构尚未考虑、但对于开发性金融机构却非常重要的指标，如政策风险类指标，因为开发性金融机构受国家政策变动的影响较大，这类指标就需要纳入考量，但商业性金融机构一般无需考虑（系统性风险除外）。

总而言之，现有的开发性金融机构的市场运作绩效的指标具有一定的合理性，但并不完全适用。社会各界需要进一步深入探究，设计出一套专门的、适合开发性金融机构的业务绩效评价的指标体系，尤其是要与商业性金融机构的评价指标体系区别开来。

基于上述分析，我们认为，开发性金融机构的经营业绩考核需要同时考虑其发展促进绩效和市场运作绩效，唯有如此，才能更加全面地衡量开发性金融机构的实际贡献，否则便可能反向激励其偏离“政策性”特性，一味关注本机构的盈利。更何况，有很多研究系统考察了全球主要的开发性金融机构的市场运作绩效，发现大多数开发性金融机构的不良贷款比率很低（低于 5%），基本上都实现了盈利或至少盈亏平衡，很多机构的资本充足率达到 8%以上，高于《巴塞尔协议 III》对商业银行资本充足率不低于 6%的要求[4]，其他市场运作指标的表现也很好。

这表明，开发性金融机构的市场运作绩效普遍很好，并不存在各界担心的一些问题[5]，反而是开发性金融机构对经济社会发展的实际贡献即发展促进绩效几乎没人关注，而这才是开发性金融机构开展市场业务、提高市场运作绩效的根本目的。

四、开发性金融机构的监管体系

（一）现有监管体系

大部分发达国家都在关于开发性金融机构的专门法律中规定了开发性金融机构的监管问题，如监管部门、监管内容、监管指标等。尽管如此，它们设定的监管体系并不是专门针对开发性金融机构的，而多是遵从了与商业性金融机构一致的监管标准。

整体来讲，3/4 以上的开发性金融机构与本国的商业性金融机构有着共同的监管者，通常是中央银行或银行业监管机构（如银监会或者金融监管委员会），其余机构则

4 参见王剑，开发性金融机构的国际比较，《金融发展评论》，2014 年第 8 期，第 129–135 页。

5 由于开发性金融机构不以盈利为目的，且有国家的信用支持，所以很多人担心开发性金融机构会因此不注重自身的市场运作，可能存在较高的不良贷款比率或者亏损等问题。

以提供战略指引的政府部门（如财政部门）作为监管者[6]。

在监管指标方面，约60%的开发性金融机构遵从与本国商业性金融机构同样的审慎监管标准，即以财务报表为基础，以《巴塞尔协议》为参照，对市场运作指标进行管理和评估，包括资本充足率、流动性、资产回报率、透明度等等。

所以，对开发性金融机构的市场运作绩效进行考核，实际上是对其进行监管的重要方式之一。此外，几乎所有的开发性金融机构都设有风险管理部门，以进行风险监控和管理，确保机构的稳健经营。

综观现有开发性金融机构的监管体系可以发现，现有的开发性金融机构监管体系在独立性、适用性、全面性等方面存在不足。具体来讲：

其一，独立性。现有开发性金融机构的监管者多是政府部门，而开发性金融机构本身又受到政府部门的发展政策的约束，这就意味着，投融资政策的制定者和监管者都是政府部门，甚至是同一部门，这就导致监管很难做到独立、客观。因此，在内部自我监管的同时，建立独立的开发性金融机构监管部门十分必要。

其二，适用性。虽然商业性金融机构与开发性金融机构在监管手段、指标设定等方面有很多的相似性，但开发性金融机构与商业性金融机构在功能、业务、目标等方面确实存在很大差异，所以开发性金融机构不能直接套用商业性金融机构的监管指标和标准，否则便会导致监管无效。然而，目前很多开发性金融机构采用与商业性金融机构类似甚至相同的监管指标，其风险管理体系也是参照《巴塞尔协议》对商业性金融机构的要求而设置的，其适用性让人质疑。

其三，全面性。一方面，目前几乎所有的开发性金融机构的监管关注的都是该机构的市场运作绩效，但开发性金融机构的经营绩效并不单单反映在市场运作业务绩效上，还包括其发展促进绩效。因此，开发性金融机构的监管工作应周全考虑其发展促进绩效和具体业务运作绩效，全面设定监管指标体系。另一方面，目前对开发性金融机构的监管主要还是集中于对结果（即经营业绩）的评估，而对于开发性金融机构的合规性监管——包括其业务范围是否合法、贷款投向是否合理(是否反映国家政策)、贷款规模和条件是否符合规定等等——则一直被忽略。

(二)监管体系改革

1、提高监管的独立性和有效性

首先，设立独立的开发性金融机构监管委员会，由它集中统一调动监管资源，通盘考虑和制定金融监管法规、监管政策和监管标准，综合评估项目的可行性、贷款额度、贷款期限和利率的合理性等等。该金融监管委员会可由来自相关政府部门的人员构成，直接受国务院或人大管理，定期对开发性金融机构的市场活动和经营业绩进行监管，并发布监管报告。

其次，如有必要，还应建立独立的外部专家委员会，由智库或权威专家和学者、研究机构等组成，对监管委员会提供政策建议和独立的监督评估，确保监管委员会的监督工作客观、公正、有效。

最后，提升开发性金融机构的信息透明

6 益言，开发性金融机构发展历程及面临挑战，《金融发展评论》，2016年第7期，第20–28页。

度,定期向社会公众真实、全面地披露其经营活动信息,通过公众的监督和约束、新闻媒体的舆论监督与约束以及社会组织的监督与约束,确保监管的有效性。

2、构建适合的监管指标体系

基于开发性金融机构特定的职能和特性,构建一套不同于商业性金融机构的开发性金融机构的监管指标体系。该指标体系应包括:政策性指标、安全性指标、合规性指标、流动性指标、盈利性指标、资本充足率指标等等,且监管标准应区别于商业性金融机构。

其中,政策性指标监督开发性金融机构的投融资活动对经济社会发展的促进作用,如前文经营绩效中所述;安全性指标监督机构的投融资活动受国家或政府政策变动的影响程度,以及应对能力;合规性指标监督机构的业务范围、贷款投向、贷款条件是否按计划进行,其业务开展过程和操作方法、财务和会计制度是否规范、合法等;流动性指标、盈利性指标、资本充足率指标等主要监督其能够实现财务可持续发展。

3、注重监管结果的使用

对开发性金融机构进行监管的目的是为了提高其业务绩效,而不是为监管而监管,因此监管结果或监管报告必须得到重视。

一方面,建立监管报告的反馈机制。监管委员会将监管报告以及据此提出的政策建议下发给开发性金融机构,并要求开发性金融机构在一定期限内提交反馈报告,就其未来可能的改进政策提交一份方案,监管委员会将依据该方案为政府部门下一年度的拨款和其他支持性政策提出建议。这样,监督过程才会真正起到约束和督促开发性金融机构的作用。

另一方面,及时向社会公布监督报告,这不仅有利于发挥社会监督的作用,而且更有助于其他金融机构以此为鉴,改进自身的经营活动,同时也便于其他金融机构制定和调整与开发性金融机构之间的合作计划,推进金融机构间更好的合作。

国外开发性金融立法体系和治理结构比较研究

中国开发性金融促进会《全球开发性金融发展报告(2016)》课题组

一、引言

促进经济包容性增长、维护金融稳定、推动区域和产业均衡发展是政府的重要职责，同时也是政府进行宏观调控的重要目标。肇始于美国次贷危机的全球性金融危机爆发以来,各国都开始重新审视政府与市场的关系，普遍利用政府信用锚定市场信心，稳定金融体系，促进本国经济的复苏与重振,在此过程中,开发性金融发挥了重要作用。开发性金融作为一种介于政府和市场之间的金融形态，是政策性金融的深化和发展,它以服务国家战略为宗旨,以中长期投融资为载体,以国家信用为依托,通过把国家的信用和市场化运作相结合,承担实现政府的发展目标、弥补市场失灵、提供公共产品、提高社会资源配置效率以及熨平经济周期性波动的重要职能,是各国经济金融体系中不可替代的重要组成部分,也日益成为政府和市场之间的桥梁和纽带。

如何最大限度地发挥开发性金融在国民经济发展中的作用,是摆在各国政府面前的关键性问题。根据制度经济学的经典理论,基础性制度对于经济行为和经济发展会产生重要作用,其完善与否直接关系到经济发展的内在驱动力和外部性影响。因此,建立健全开发性金融的基础性制度就显得非常必要和迫切。“法者,治之端也。”[1] 法律制度作为基础性制度的重要组成部分,无疑发挥着更为关键的作用。法律作为一种强制性秩序,具有严肃性、权威性、规范性和约束性,对于维护经济金融稳定,建构审慎有效的监管体系至关重要。“法之首韧在创制”,立法是法律制度建设的第一个环节,也是最为重要的步骤,制定系统完备的法律规范是完善法律制度建设的根本前提。纵观全球范围内开发性金融起步较早、发展较为稳健成熟的国家,无一例外地注重立法工作,在开发性金融发展伊始,就通过制定、颁行单独性法律法规实施金融监管,在开发性金融机构的资金来源和投向、投融资结构、会计制度、资本约束以及公司治理结构等方面进行规制，全面审慎地加强宏观管理和微观监管。

概括而言，开发性金融的法律制度,是指关于开发性金融机构创设的目的、资金来源渠道、资金运用和业务范围、政府信用支持和优惠政策、组织架构、公司治理结构以

1 参见《荀子·君道》。

及监督机制等问题的法律规范的统称。建构开发性金融的法律制度,特别是制定针对开发性金融的专门性立法,是明确其战略地位和基本功能、协调开发性金融机构与其他金融主体的外部关系、规范开发性金融机构内部运行机制的基石,是保障其高效运行的基础性条件,同时也决定了开发性金融机构能否持续、稳健发展。就其法律属性而言,开发性金融法的本质是“以社会责任为本位,贯彻平衡协调、责权利效相统一的法律价值观”的经济法:第一,开发性金融法归属于经济法范畴,它就应当体现经济法的本质,即“社会责任本位法”,所以开发性金融法是在对社会尽责的前提下来行使其权利及获取利益,需要全面贯彻“权利与义务相统一”的原则;第二,开发性金融立法又是一种在国家利益与金融企业利益、长远效益与当前效益、国家干预与市场调节、公平与效率之间不断协调的特殊的经济法,所以开发性金融法具有鲜明的协调及平衡特质[2]。

从国外相关国家的发展实践来看,开发性金融机构一般都坚持“立法先行”的基本路径,通过长时期的探索实践,逐渐建立了较为成熟的法律制度,不仅保证了开发性金融机构在成立之初就有法可依,而且还根据现实条件和实践运行中遇到的问题,动态调整法律规范,真正做到与时俱进。国外在开发性金融领域的立法经验和探索实践,值得我国深入学习与科学借鉴。

二、国外开发性金融立法体例概述

(一)立法形式

在开发性金融立法形式方面,以专门性、单独性立法为主;在立法层级方面,以位阶较高的专门性法律为主,很少以行政法规或者部门规章等法律位阶较低的法律形式出现。大多数国家特别是在市场经济相对成熟、法律制度比较完善的发达国家都是由国家立法机关研究制定并颁布实施单独的开发性金融机构法等专门性法律。从世界各国的开发性金融机构构成体系来看,因融资专业领域的细分而形成种类繁多的开发性金融机构,由于不同机构具有差异化的业务范围及其运作规则要求,因而各国对不同的开发性金融机构进行单独立法,并且是以一般法律而非条例等行政法规或部门规章的形式予以确立,每家开发性金融机构都制定有专门相应的开发性金融机构法律,也有的国家则是一个类型(如开发银行)由一部法律(如“开发银行法”)来规范,作为其设立和运作的法律依据。这些开发性金融机构法律大都以其所调整的开发性金融机构的名称来命名,如调整美国农产品信贷公司法律关系的是《农产品信贷公司特许法》,调整日本政策投资银行法律行为与关系的是《日本政策投资银行法》,调整日本国际协力银行法律关系的是《日本国际协力银行法》等等。

(二)立法的主要特点及规制内容

1、明确创设目的和宗旨

阐释法律调整对象的创设目的,明确其设立的政治和经济愿景,并将其作为正式条款内容列于法律之首。比如,《日本开发银行法》第一条就明确规定,“日本开发银行的目的在于通过提供长期资金,促进产业的开发和社会经济的发展,补充并奖励一般金融机构”;《哈萨克斯坦开发银行法》第三条第1

2 白钦先、王军:《我国政策性金融立法及相关问题研究》,《上海金融》2005年第11期,第4—7页。

款规定:“开发银行业务活动的宗旨是改善并提高国家投资业务活动的有效性,发展生产基础设施和制造业,并促进国民经济吸引国内外投资。”《巴西开发银行内部规章》第三条规定:“巴西开发银行是实施并开展联邦政府投资政策的主要机构,其首要的宗旨是为国家经济和社会发展相关的计划、项目、建设和服务提供支持。”从上述规定可以看出,各国设立开发性金融机构的主要目的基本一致,主要是为了促进本国产业的开发和社会经济的发展,同时更好地吸引国内外资本进行投资。

2、明确法律属性和法律地位

关于开发性金融机构的法律性质或者法律地位、法人资格问题,各国开发性金融机构法中大都明确指出该机构属于特殊公法法人,即不是以追求利润最大化为惟一目标的一般公司企业法人,也并非不注重财务效益和经营质量的政府机关,而是代表国家利益、公众利益的特殊公法法人。例如,《日本开发银行法》第一章第二条规定,“日本开发银行为公法人”;《德国复兴信贷银行法》第一章第一条规定,“德国复兴信贷银行是依公法设立的法人团体”。有些国家虽然只是将开发性金融机构简单概括为“法人”,但也并非指一般的法人,而是一种特殊的法人,如在韩国,《韩国产业银行法》、《韩国进出口银行法》、《韩国住宅银行法》分别在其第二条中规定,这些开发性银行的法律性质都为法人。

3、明确资金来源

开发性金融机构的资金主要包括初始资本金和日常运营资金两部分,对于初始资本金的来源,各国立法一般都有非常明确和严格的规定。国外立法大都允许开发性金融机构以发行特别债券或者政府贷款的方式募集资金。以《日本政策投资银行法》为例,该法第五条明确规定:“政策投资银行可以通过发行日本政策投资银行债募集资金。”又如《德国复兴信贷银行法》第四条规定:“(1)为了筹集必要资金,尤其可发行债券和进行贷款;(2) 短期债务不得拆过中长期债务的 10%;(3) 使用本国货币发行的债券适用于地方选区货币的投资。”再如,《韩国产业银行法》第二十五条明确规定:“(1)产业银行可发行产业金融债券以募集开展第 18 条规定的贷款和还款担保等业务所需的资金;(2) 产业银行具有发行产业金融债券的专属权利。”

4、确定资金运用和业务范围

明确开发性金融机构的资金运用和业务范围,是立法的重要内容,对于开发性金融机构的业务运作和资金使用都具有重要的规制和约束作用。例如,《日本政策投资银行法》第三条以列举的形式,对政策投资银行的业务范围进行了厘定:“吸收存款业务(仅限于可转让存款及其他政策规定的存款);进行资金的放款业务;进行资金的出资业务;对债务进行担保的业务;进行有价证券;进行有价证券的放款业务;进行取得货币债权.....进行金融及其他与经济相关的调查,研究,或培训业务;进行以上各项所规定的业务的附带业务。”《韩国产业银行法》第十八条规定:“为达成第 1 条规定的目的,产业银行从事以下业务:1. 发放贷款或贴现票据;2.认购、承销及/或投资;3.担保或承担债务;4. 通过吸收存款、发行产业金融债券、其他证券和债务票据、从政府、韩国银行和其他金融机构借款以及借入国外资本等方式,为第 1 项至第 3 项规定的业务获得必要的

资金;办理国内外汇兑业务等。”《哈萨克斯坦开发银行法》第七条对开发银行的业务范围进行了界定,业务范围非常多元化,既有传统信贷业务,也涉及资本市场业务,其主要业务内容包括借贷业务、接受存款,开立并管理接受资金的银行账户、为本国和外国法人履行货币债务提供银行担保、出具并保兑信用证、租赁业务、证券发行以及提供夹层融资等。

5、确立特殊的融资原则

开发性金融机构特殊的融资原则主要有:第一,充当“最后出借人”原则。即在融资条件或资格上要求融资对象必须是从其他金融机构不易得到所需融通资金的条件下才给予最后支持。如《德国复兴信贷银行法》第二章规定,该银行是对那些重建和促进德国经济发展的项目发放贷款,并且这些项目所需的资金,其他信贷机构无能力筹措到。第二,非竞争性原则。以规范开发性金融机构与商业性金融机构的关系,维护市场经济秩序。如《日本开发银行法》在第三章第二十二条“禁止同金融机构竞争”中规定,日本开发银行鉴于其目的,“不得通过业务经营,与银行及其他金融机构竞争”。第三,倡导性原则。即对其他金融机构自愿从事的符合国家政策目标的放款给予偿付保证或者再融资,以支持、鼓励、吸引和推动更多的金融机构开展政策性融资活动。如《日本开发银行法》中就有“对与开发资金有关的债务提供保证”的规定[3]。

6、明确公司治理结构及高管职责

开发性金融立法中必须明确机构的公司治理结构,并就机构的管理层构成予以说明,在“产权清晰”的基本条件下,明确管理层的权责[4]。比如,根据《韩国产业银行法》的相关规定,总裁代表产业银行,并负责管理产业银行整体的业务运营;产业银行以总裁(也称为董事长兼首席执行官)、执行董事和审计师为其高管,产业银行设1位总裁和1位审计师,此外根据章程的规定,需要设立若干名执行董事的席位;董事会应包括总裁和执行董事,审计师可出席董事会会议,并表达其意见,但无表决权。又如,根据日本开发性金融的相关法律规定,开发性金融机构的权力主体主要由总裁、副总裁、理事和监事等构成。总裁代表银行或者公库总理业务;副总裁辅助总裁开展日常管理和业务;理事协助总裁、副总裁工作;监事负责对业务进行监督检查;参事接受总裁的咨询,同时在重大议题和决策问题上,享有建议权。再如,《德国复兴信贷银行法》第五条规定,“银行的主体机构为执行董事会和监事会”;第六条规定,“执行董事会至少由2名成员构成,由监事会任免执行董事会的成员;执行董事会负责开展银行的业务和管理资产。”第七条就监事会的构成进行了规定,同时明确“监事会有责任慎重考虑和持续监督银行的业务开展和资产管理”。

7、明确监督管理机制

各国的法律都对开发性金融机构的监管机制有明确的规定。例如,《日本政策投资银行法》第二十六条规定,“主务大臣根据本法律所规定的内容监督政策投资银行。”第二十七条规定:“主务大臣认为有必要为了

3 白钦先、王伟:《中外政策性金融立法比较研究》,《金融理论与实践》2005年第12期,第3—6页。

4 李志辉、武岳:《开发性金融机构监管体系的构建研究》,《现代财经》2007年第2期,第20—27页。

确保公司业务的健全及恰当的运营及其他认为有必要实施本法律时,可以让政策投资银行报告,或者要求其职员进入政策投资银行的营业场所和其他的设施中对业务的状况或账本、文件和其他必要的物品进行检查。”《韩国产业银行法》第四十七条规定,“金融服务委员会应根据本法的规定监督产业银行,并可下达监督所需的命令;金融服务委员会还应根据总统令的规定开展监督以确保产业银行管理良好,并可下达此类监督所需的命令。”同法第四十八条还授予金融服务委员会特定的监督和检查权限,即要求产业银行提交关于必要事项的报告或指示本部的主管官员或金融监督委员会的官员检查产业银行的经营状况、账簿、记录和其他必要事项。

三、日本开发性金融立法及治理体系引介

作为中国“一衣带水”的邻邦,日本在开发性金融的发展、立法体系的建构方面积累了丰富的经验,也取得了良好的效果。二战后,日本制定并实施了高起点、快节奏的“赶超型战略”:“高起点”是指借鉴其他国家经济发展的成功经验,充分发挥政府在经济发展中的引领性作用,并以法律的形式予以确定和规范;“快节奏”是指短期内高效率地颁行相关法律法规、创立各类开发性、政策性金融机构,为经济重振和产业升级提供强力支撑[5]。

(一)日本开发性金融体系概述

以1950年日本输出入银行的建立为标志,日本开启了建构开发性金融体系的新阶段,到20世纪80年代,日本初步建立了以“两行十库”[6]为代表的开发性金融体系。自20世纪50年代始,日本先后经历了经济复兴时期、经济高速增长时期、经济稳定期和经济结构调整期等历史阶段,但无论历史的车轮行进至哪个阶段,日本的开发性金融机构都在经济的稳定和社会的发展方面发挥了重要的作用。按照相关法律的规定和政府的战略规划,各开发性金融机构分别从事特别领域的金融活动,经营商业金融机构不愿意或者无力经营的金融业务,弥补市场失灵,发挥引导性的作用,进而成为电力、海运、煤炭、钢铁等基础产业和电子工业、防止公害、高新技术开发和知识产权保护等特定产业发展和振兴的主力军,有效地推动了新技术的研究、开发和应用,促进产业结构的优化升级,为实体经济的投融资活动提供了金融便利,承担起了经济和金融稳定器的使命。

(二)日本开发性金融体系的转型与再造

20世纪90年代日本“泡沫经济”破灭,加之随后发生的亚洲金融危机,日本传统的财政投融资体系暴露了很多显性的问题,为了稳定经济和金融系统,日本政府开启了针对开发性金融机构的调整、重组和再造的改革浪潮:1999年6月,日本国会通过《日本政策投资银行法》;1999年9月,经国会批准,日本政府将日本开发银行和北海道东北开

5 刘孝红:《我国政策性银行转型研究》,湖南人民出版社2010年版,第180页。

6 “两行”是指日本开发银行和日本输出入银行;“十库”是指国民金融公库、商工组合中央金库、中小企业金融公库、中小企业信用保险公库、环境卫生金融公库、农林渔业金融公库、住宅金融公库、公营企业金融公库、北海道东北开发金融公库、冲绳振兴开发金融公库。

发金融公库合并,成立“日本政策投资银行”(Development Bank of Japan,DBJ);此后,日本政府又颁布了《国际协力银行法》,并以此为依据,将日本进出口银行和海外经济协力基金合并重组为“国际协力银行”;将国民金融公库和环境卫生金融公库合在一起,创设新的国民生活金融公库等。经过这一阶段的重组和再造,日本的开发性金融体系由之前的“两行十库”变为“两行七库”[7]。2007 年 5 月,日本参议院通过《日本政策金融公库法》,根据法案的内容,国民生活金融公库等五家开发性金融和政策性金融机构合并为一家机构——“日本政策金融公库”,改革的目的是提高开发性金融机构的运行效率,剔除一般性贷款和投资金融,突出开发性融资的特质。

(三)日本开发性金融机构的市场化、民营化改革

在日本传统的财政投融资体制下,开发性金融和政策性金融机构的资金来源主要来源于邮政储蓄上缴财务省(旧称“大藏省”)资金运用部的资金,只有少量资金来源于债券市场等。但是随着 2005 年 10 月“邮政民营化法案”在日本众议院的通过,邮政储蓄资金这一最重要的融资渠道被堵死,开发性金融和政策性金融的资金来源失去保障,因之,市场化改革势在必行。2005 年 11 月,日本经济财政咨询会一明确提出了开发性金融和政策性金融改革的基本原则、业务范围、功能分类和组织形式等内容,并确定了“融资改革方案”,自此开启了开发性金融和政策性金融市场化和民营化改革的新阶段。“市场化”主要体现在开发性金融和政策性金融的资金来源不再依赖于邮政储蓄,其可以市场化和多元化的融资渠道募集资金。例如,可以通过公募的方式发行政策性金融债,或者通过财政投融资特殊账户发行财投债,还可以在海外资本市场发行有政府担保的债券。“民营化”则体现在,将日本政策投资银行、商工组合中央金库以及公营企业金融公库这三家开发性金融机构由政府所有的机构逐步进行私有化改革,最终实现彻底的民营化。[8]

(四)日本开发性金融立法和治理体系

1、开发性金融的立法体系

日本作为大陆法系国家,在立法体系的建构中特别注重对成文法的制定,对涉及国计民生的重要领域,大都以成文法或者法典的形式进行规范和约束,从而构建了较为完整的成文法体系。在开发性金融领域,日本也是遵循上述惯例,采取由国家立法机构制定和颁行单独的开发性金融成文法等专门的立法形式。

日本国内的金融体系大致分为政府金融(国家金融)和民间金融两类,政府金融存在的载体主要是各类开发性、政策性金融机构,民间金融的载体则以商业性金融机构为主。需要特别强调的是,日本在立法和监管的过程中,严格将商业性金融和开发性、政策性金融加以区分,针对不同类型的金融机构制定不同的法律规范加以规制,比如,普通的商业金融机构受《银行法》的规制,同时需要接受中央银行和金融监督厅的监管;而开发性金融和政策性金融机构除发行债券

7 “两行”是指日本政策投资银行和国际协力银行;“七库”是指国民生活金融公库、商工组合中央金库、住房金融公库、农林渔业金融公库、中小企业金融公库、公营企业金融公库、冲绳振兴开发金融公库。

8 刘孝红:《我国政策性银行转型研究》,湖南人民出版社 2010 年版,第 183—186 页。

业务需要遵照《银行法》的规定外,其他内容均不受《银行法》的约束,而是适用具有独立性的专门性法律,比如《日本开发银行法》、《日本政策投资银行法》、《冲绳振兴开发金融公库法》等。同时,原则上也不需要接受日本中央银行和金融监督厅的监管,而是受财务省(旧称"大藏省")和财务大臣的独立监管,从而在立法和监管领域自成一体。此外,在业务活动方面,两者也不会发生交叉和竞争,而是彼此分离和互相补充的关系。经过漫长的重组、市场化改革和再造过程,目前,日本的开发性金融体系已初步建成,按照"一机构一法"的原则,开发性金融法律体系也基本完成,主要包括《日本政策投资银行法》、《日本政策金融公库法》、《国际协力银行法》、《商工组合中央金库法》、《公营企业金融公库法》等法律规范以及与其相适应的补充性规定等[9]。

2、开发性金融机构的运作理念和治理体系

(1)担纲政府宏观调控的重要工具。《日本政策投资银行法》第一条规定,"日本政策投资银行为实现完全民营化的同时确保经营的自主性,通过经营与使用一体的出资和融资方法.....向长期需要资金供给的企业顺畅地提供资金。"该条款明确了日本政策投资银行的定位和宗旨,即依法向特定企业提供信贷支持,担纲政府宏观调控的重要工具。

(2)依法组建完善的公司治理结构,并接受相应的监管。针对不同开发性金融和政策性金融机构的专门性法律都明确要求其必须建立完善的公司治理结构,并将任命权赋予政府的相关部门。以日本政策投资银行(以下简称"DBJ")为例,《日本政策投资银行法》规定,DBJ 的董事长或者执行代表、监事会成员、董事等重要部门的人员由财务大臣任命,"在未得到财务大臣认可前,不发生任何效力"。该法同时规定财务大臣负责对 DBJ 进行监督和管理,如果财务大臣认为有必要,可以要求 DBJ 或者其受托机构递交报告或者进入 DBJ 的营业场所或者其他设施中对业务状况、账本、文件和其他必要物品进行现场检查。

(3)按照金融治理规范和要求开展业务,坚持审慎经营,严格防范金融风险。日本的开发性金融机构一般都在保证财务稳健、不亏损和合理盈利的前提下自主决策、独立经营,因此,需要其在项目考察、决策、投资以及贷后管理等环节,严格遵照资产负债管理和风险管理等方面的规范和要求审慎开展工作。在实务中,为了有效规避风险,降低不良贷款率,日本的开发性金融机构都建立了完善的信用风险管理职能部门,制定了完备的信用评级制度、贷款项目审查制度以及贷后跟踪和管理机制,多管齐下,以确保贷款的安全性和经营的稳健性[10]。

日本的开发性金融机构虽然几经调整和变革,但其设立的宗旨以及承担的使命并没有改变。随着法律治理和监管体系的日臻完善,日本的开发性金融机构遵循各自对应的专门性法律,以市场融资为手段,以国家信用为依托,以市场化的经营理念为原则,积极参与金融市场活动,在可以预见的将

9 白钦先、王伟:《政策性金融概论》,中国金融出版社 2013 年版,第 203 页—205 页。

10 白钦先、王伟:《各国开发性政策性金融体制比较》,中国金融出版社 2005 年版,第 169—174 页。

来,将会更好地发挥政府的引导性和建设性职能,为日本国内经济的发展和金融稳定提供了强有力的支撑。

四、德国开发性金融立法和治理体系引介

德国是世界上最早创设开发性金融机构的国家之一。二战结束以后,德国经济百废待兴,实体经济和基础产业亟需信贷资金支持,而商业性金融出于自身利益和能力的考虑,往往不愿或者没有实力涉足本国需要优先发展的产业和领域,在此背景下,德国最早的开发性金融机构——德国复兴信贷银行(Kreditanstalt fur Wiederaufbau,KfW)应运而生。1948 年 11 月 5 日,《德国复兴信贷银行法》颁布实施,此后德国政府依据该法创立了德国复兴信贷银行。随着开发性金融立法体系的不断完善,德国的开发性金融机构步入规范发展的快车道,为德国本土的百业振兴和经济发展奠定了良好的基础。

(一)德国开发性金融立法体系概述

德国也是大陆法系国家,因此也极为重视成文法的作用,在实际的立法工作中,更加强调法律的系统化、法典化。德国国内的法律主要分为公法和私法两类,这一点在金融机构的划分以及相应的立法中也明显地体现出来。根据相关的金融立法规定,德国的金融体系主要包括三类金融从业机构:第一类是根据私法成立的商业性金融机构;第二类也是根据私法创立的合作性、互助性银行;第三类是根据公法设立的开发性金融机构(公立银行)。不同类型的金融机构都有相应的、专门性的成文法进行规制。例如,德国国内的商业性金融机构都必须按照《银行监管法》、《金融集团监管法》以及欧盟的部分金融监管法律的规定开展业务,接受中央银行的监管;但是德国的开发性金融机构,比如复兴信贷银行就无须接受上述法律法规的监管(个别条款除外),而只接受专门性法律——《德国复兴信贷银行法》的监管和约束,其监管主体也并非德国中央银行或者欧盟的金融监管组织,而是由德国联邦财务部和联邦经济与技术部共同履行法律监督职责。《德国复兴信贷银行法》对 KfW 的资本来源、股权结构、法律地位、职能业务、主体机构、财务制度、利润分配以及监管框架等内容进行了明确的阐述,为 KfW 业务的开展及功能的发挥提供了法律依据和制度性保障。

就开发性金融而言,目前,德国国内的开发性金融机构的股东基本都是联邦政府和州政府,其不以盈利为目的,根据专门性金融立法从事特定领域、特定性质的资金融通业务。目前,德国的开发性金融机构主要包括复兴开发银行、不动产抵押贷款银行以及经济发展均衡银行等,其中复兴开发银行是德国最重要的开发性金融机构。

不动产抵押贷款银行是以不动产或者类不动产性财产(比如大型船舶、航空器等)为抵押品,向德国地方政府或者其他具有公共性质的机构发放长期贷款的专业性银行。其主要通过资本市场发行债券来募集信贷资金。1990 年,德国政府颁布《抵押银行法》,正式将抵押银行及其业务纳入监管框架。《抵押银行法》规定了一系列关于抵押银行开展业务的基本原则:第一,保证金原则。该法规定,所有抵押债券和市政债券的发行,必须有同等数量或者等值的抵押品或者市政贷款做保证,目的是防范信用风险,守护好投资的安全边界;第二,一致性原则。该法要求抵押银行发行的抵押债券和市政债券

必须与其所持有的保证贷款期限一致,杜绝期限错配问题的出现;第三,优先赔偿原则。该法规定,在银行因资不抵债或其他原因申请破产时,抵押债券和市政债券的持有者享有对抵押贷款索赔的绝对优先权[11]。

经济发展均衡银行的资金来源主要是长期借款和发行债券。它设立的主要目的是向德国国内的贫困人口等特殊群体提供贷款,以及处理联邦清算局信托或者委托的金融业务。此后,随着国内经济形势和金融需求结构变化,该银行的业务重心转为向中小微企业提供信贷、对环保项目提供融资、扶持社会性信贷行动以及向高新技术创业等活动提供信贷支持。经济发展均衡银行在弥合群体间收入差距、促进中小企业成长以及维护地区间、产业间的生态平衡和共同发展等方面发挥了重要作用。

德国复兴信贷银行(以下简称"KfW")作为德国最早成立运行的开发性金融机构,在德国战后经济重建、再工业化进程以及促进经济均衡、持续和健康发展中都发挥了关键性作用。根据《德国复兴信贷银行法》的规定,KfW 是一个"公共法律机构",其主要作用是对"联邦政府有特殊政治或经济利益的项目"提供信贷支持。KfW 的主要职能有:对有益于战后重建和促进德国经济发展的项目发放贷款;对从事出口贸易的德国本土企业发放贷款;对以上两类经济活动提供担保。随着德国经济的恢复和发展以及产业结构的调整,KfW 的资金投放重心也在悄然发生转变:20 世纪 50 年代—60 年代,资金重点流向基础设施和电力、煤炭和钢铁等基础性工业部门;60 年代—70 年代,资金投放的重点转向对对外发展援助项目的融资支持;70 年代—90 年代,重点支持中小企业、环保、高新技术、住房以及出口等产业,其中尤其注重对中小企业的信贷支持,为中小企业的技术创新和产品出口提供了强大的资金保障;90 年代以来,资金投放的目标群体更加多元化,个体经营者、初创企业、地方和市政当局、市政企业和其他类型的社会机构、联邦各州的发展机构和信用机构以及开展国际业务的大中型公司都是其目标群体,信贷投放的领域涉及住宅物业、教育、市政能源供应和城市节能改造、气候和环保项目以及出口金融和对外投资等国际业务。KfW 不仅拉动了国内需求,支持德国国内经济的发展,同时也有力地推动了德国企业"走出去"战略的实施,加快了本土企业的国际化进程。

(二)经营理念和治理体系——以德国复兴信贷银行为例

1、自主决策,自主经营

在创立伊始,复兴信贷银行(以下简称"KfW")的"政策性"特质非常明显,突出表现在资金的投放领域和信贷规模方面,必须严格遵循政府的指令和政策要求,更加注重扶持性和援助性。自 20 世纪 80 年代以来,随着国内外经济和金融形势的变化,KfW 也逐步走上了市场化的转型和改革道路,其政策性和商业性业务进行拆分,拆分后成立的商业银行不再享受政府的优惠待遇,而是作为独立的商业性金融机构独立运行,而保留的政策性业务部分也更加突出"开发性"的特征,即虽然不以盈利为目的,但是在实际的业务运作中,都严格遵循金融治理和风险管

11 白钦先、王伟:《各国开发性政策性金融体制比较》,中国金融出版社 2005 年版,第 175—177 页。

理的要求,在项目审核、信贷资金投放方面更加具有独立性,其在保证财务稳健和风险可控的前提下,自行决定自主经营,不需要相关政府部门的审批,政府不再进行指定和干预。

2、市场化的融资模式

经过市场化改革,KfW 的信贷资金由最初的政府注入变为通过发行债券从国际、国内的货币市场和资本市场获得资金。目前,KfW 已经成为国际资本市场中最大和最活跃的债券发行人之一,由于其发行的债券长期稳定地获得国际权威信用评级机构的 3A 级评级,因此 KfW 债券也成为国际市场机构投资者选择和认可的重要资产类别。KfW 通过发行债券募集的资金以欧元和美元为主,此外澳元和英镑也是重要的货币单位。根据 KfW 官方统计数据显示,2016 年其总共发行了超过 700 亿欧元的债券,所募集的资金极大地提高了其信贷投放能力,增强了经营的稳健性和可持续性。

3、政府给予必要的信用支持和担保

根据《德国复兴信贷银行法》的规定,对于向 KfW 提供的贷款和由其所发行债券相关的所有债务、由 KfW 签订的定期远期交易或确定的交易权、向 KfW 发放的其他贷款以及由 KfW 明确担保向第三方提供的贷款,均由德国政府无条件提供担保。KfW 的债权人有权向联邦德国政府直接提出索赔。《德国复兴信贷银行法》还明确规定,联邦政府对 KfW 承担“机构责任”,即保证其具有健全的经营基础,并在其发生财务困难时提供资金或以其他方式提供必要支持。KfW 代表政府承担 50%的贷款风险,在操作中,政府通过两种方式进行补偿:第一,政府从预算中向 KfW 的风险基金以 1%的利差拨付现金;第二,政府和 KfW 各承担 25%的第一债务人风险。虽然政府是银行债务的最终承担者,但是在实际运行中,只有政府指令的业务产生的亏损才能享受政府的补贴,其他业务则由 KfW 自负盈亏,自行承担后果。此外,根据德国行政法的相关规定,德国政府有保障 KfW 经济基础的义务,即必须保持 KfW 正常运营并按时履行契约义务。

4、治理结构和监督机制

经过数十年的发展,KfW 已经形成了较为完善的银行治理结构。KfW 的治理主体机构为执行董事会和监事会。根据《德国复兴信贷银行法》的规定,除法律或章程另有规定外,由执行董事会负责开展 KfW 的业务和管理 KfW 的资产,董事会主席原则上由政府授权的财政部部长担任,董事会成员中须有 7 名政府官员。监事会负有持续监督业务的开展和资产的管理、任免执行董事会的成员、批准年度财务报表、任命审计人员等职责。监事会由 37 名成员组成,构成主体包括联邦财政部长和联邦经济事务和能源部长;联邦议院和联邦参议院任命的成员;抵押银行、储蓄银行、合作银行、商业银行和在工业贷款领域表现突出的信贷机构委派的代表;来自工会、市政、工业、农业、商业以及住房等行业的代表。其中监事会主席和副主席职位由联邦财政部长、联邦经济事务和能源部长分别担任,每年交换一次职位。KfW 作为依据独立性、专门性公法而设立的开发性金融机构,除个别业务指导、人事参与等内容外,不受德国中央银行即德意志联邦银行的监管,而是由财政部、联邦经济事务和能源部联合监管,且监管的范围仅限于“法律监管”。此外,KfW 还需接受独立的审计人员的审计以及政府指定的监察机构的监察。

五、各国开发性金融立法和治理探索形成的共识

开发性金融在促进经济包容性增长和均衡发展,提高资源配置效率等方面的成效有目共睹,无论是发达国家,还是发展中国家都意识到发展开发性金融的必要性和迫切性。同时,经过几十年的探索实践,各国关于开发性金融机构的立法、运作机制、治理结构以及监管等问题形成了一定的共识。

(一)保持开发性金融立法与商业性金融立法的协同性和一致性

各国政府,尤其是市场经济高度发达的国家,都非常注重开发性金融的专门性立法,并严格地将金融类法规区分为针对商业性金融的一般性银行法、证券法等法律法规,以及针对开发性金融的单一的开发银行法、农业发展银行法、进出口银行法、住房银行法、中小企业银行法等两大类。比如,在日本的金融法律体系中,不仅有适用于普通商业银行的《银行法》,而且还包括分别适用于各类开发性金融机构的专门性法律。德国的复兴信贷银行之所以被世界银行称为"健康的开发性银行",根本原因在于《德国复兴信贷银行法》的有力保障与规范约束,业务开展有法可依、有据可查,既有充分的自主权,又接受政府部门的监督,同时其与商业性金融机构也建立了融洽的业务合作关系,形成了和谐的互补机制。

(二)"立法先行"——开发性金融机构依法设立和运行

在开发性金融领域,无论是发达国家还是新兴国家,"先有立法,后创制机构"是通行的国际惯例,即使是由其他机构转型成为开发性金融机构也都遵循这项原则。以韩国为例,二战以后,韩国的现代金融制度逐步确立和完善,开发性金融机构(其前身为"专业银行")与普通商业银行一起构成韩国金融体系的"第一金融圈",其国内主要的几家专业银行都是根据相应的专门性法律创制而来:集中为韩国产业投资提供信贷支持的韩国产业银行是根据1953年颁布的《韩国产业银行法》而创制;专门为韩国国民发放长期住房贷款的韩国住房银行根据1967年颁布的《韩国住房银行法》而创立。再以美国为例,美国的联邦土地银行是根据1916年通过的《联邦农业信贷法》设立的,联邦住房贷款银行体系是根据1932年颁行的《住房贷款银行法》而创设,美国进出口银行根据1945年颁行的《进出口银行法》设立。而关于国际性或区域性的开发性金融机构,其成立更是遵循已有的法律而成立的,不过这里所提到的"法"是指国际法而非国内法。如,世界银行和亚洲开发银行是分别通过缔结《国际复兴开发银行协定》和《亚洲开发银行协定》而成立的[12]。

(三)组织结构和业务运作应当成为立法重点关注的内容

各国针对开发性金融机构的立法和规制的重点是机构组织与业务运作两方面。开发性金融法律规范不仅对机构的组织结构,如法律地位、法律性质、职责权限、组织形式、内部机构设置、人事安排、机构变更、终止的条件与程序、权利与义务、法律责任与处罚、监督机制等作出规定,而且在法律条款中还对开发性金融机构的业务范围、资产

12 邢会强:《我国政策性银行向开发性金融机构的转型及其立法》,《法学杂志》2007年第1期,第65—68页。

与负债业务、经营原则、财务与会计、外部关系等问题作出规范与限定，是开发性金融机构组建与开展业务活动，实现其既定目的与宗旨，发挥其职能作用的法律依据，是处理开发性金融机构与商业性金融机构业务关系的法律依据，同时也是国家对开发性金融机构进行监督、管理的法律依据。因此，在立法时应当重点关注开发性金融机构的组织结构和业务运作问题。

（四）注重开发性金融的公共性与市场性的动态平衡

开发性金融既不同于传统的政策性金融，更有别于商业性金融，它是兼具公共性和市场性的一类特殊的金融业态和金融活动。随着金融深化的逐步推进，金融业态愈加多元化，私人金融和公共金融的边界更加难以厘清，进而对于金融的公共性和市场性的界定和划分也更加困难。开发性金融一个重要的职能是发挥引导性作用，弥补市场失灵和提供公共产品，促进金融资源的优化配置。而在一个开放的金融生态中，哪些金融具有商业性和市场性，哪些又具有公共性，在实务中是非常难以界定的，因此很可能造成开发性金融的“越位”或者“缺位”，出现开发性金融与商业性金融业务交叉，或者因为分工不明而出现相互推诿，使得部分领域无法及时获得信贷资源，影响经济的稳定和可持续发展。因此，应当格外重视开发性金融的市场性和公共性的平衡，以法律规范的形式确定相关标准、边界和业务细则，并根据宏观调控的要求、产业政策的变化以及金融需求结构的变迁适时进行调整，达到两者的动态协调和平衡，最终促使私人金融产品和公共金融产品都实现帕累托最优。

（五）对开发性金融机构实施差异化监管

开发性金融机构在法律地位、设立的宗旨和目标导向、资金来源和负债结构以及经营原则等方面都显著区别于商业性金融机构，因此对于开发性金融机构的监管应当有别于传统的商业性金融机构。但就各国针对开发性金融机构的法律治理、监管政策和监管实践来看，还未形成科学审慎的差异化监管体系。在实务中，大部分开发性金融机构主要参照商业性金融机构的监管指标和监管手段进行风险管理和流动性管理，因此其监管效果很可能大打折扣，同时也不利于建构宏观审慎的金融监管体系。对于开发性金融机构而言，实施差异化的监管有助于提高其监管的有效性、针对性和科学性。有鉴于此，各国监管当局应当根据本土的金融结构特点、开发性金融机构的发展程度、组织形式以及业务范围等因素，建立与本国开发性金融机构相适应的，囊括安全性指标、合规性指标、流动性管理指标、信用风险管理指标、资本充足率指标在内的一揽子监管指标体系，进行分类指导和差异化监管，引导开发性金融机构确立符合自身发展实际的定位和目标，走出一条特色化、差异化的发展道路。

（六）法律的修订和完善要做到与时俱进、动态调整

开发性金融机构法根源于国家对经济宏观调控的基本职能，随着不同时期政府政策目标的不断变化，许多国家也相应适时地对开发性金融法律进行修改补充乃至重大调整，以适应新形势的发展。与之相对应，开发性金融机构的业务也根据修改后的法律要求而有所调整和转向，以及时应对复杂的社会经济变化，实现国家的政策意图、目标。

以德国复兴银行法为例，自1948年11月5日颁布《德国复兴信贷银行法》开始，根据国内、国际经济金融形势的变化以及政府政策目标的调整，相继于1949年8月18日颁布《德国复兴信贷银行相关法律修订与补充法案》、1951年12月4日颁布《德国复兴信贷银行相关法律第二次修订法案》、1961年8月16日颁布《德国复兴信贷银行相关法律修订法案》、1969年5月20日颁布《德国复兴信贷银行相关法律修订法案》、2003年8月15日颁布《有关联邦共和国促进性银行重组的法律—促进性银行重组法案》以及2013年7月4日颁布《德国复兴信贷银行相关法律和其他法律修订法案》，真正做到法律的与时俱进和动态调整。

（七）市场化运作和风险防控是开发性金融机构发展的重要保障

对于开发性金融机构而言，其稳健运行的关键是要有优良的业务，因此，应当坚持市场化的运作模式，以保本微利为原则；同时，强调整体的业务平衡，不断完善经营管理，构建科学合理的风险管控和项目开发和评审制度，才能为开发性金融的发展奠定良好的基础。

六、代结语：我国开发性金融立法和监管进路

以国家开发银行为代表的开发性金融机构，在我国经济发展和产业结构优化方面发挥了重要作用，特别是在消除“两基一支”[13]及其配套领域的发展瓶颈方面起到了不可替代的作用。虽然开发性金融在业务实践中取得了良好的成效，但是仍然存在许多问题，凸出表现为立法的缺失和监管的缺位。

在立法方面，我国应当学习和借鉴他国在开发性金融立法领域较为成熟的经验，并结合我国经济金融运行的环境和本土资源禀赋，统筹规划、分别立法，在法律的内容上应当体现出普遍性原则、基本规则与不同机构业务特殊性、规范性要求的有机统一，真正走出一条有中国特色的开发性金融立法的可持续发展道路。从我国目前开发性金融和政策性金融机构的发展状况来看，可以考虑采取单一、分散的立法模式，以现有开发性金融和政策性金融机构作为基本构造主体，由其单行的法律规范组成我国独具特色的、初步的开发性金融法律体系。在立法步骤方面，可以考虑先由国务院制定和颁行《国家开发银行条例》等行政法规，对开发性金融机构创设的目的、法律地位、资金来源渠道、业务范围、财务会计制度、税负减免以及公司治理结构等内容进行明确的界定和规范，使开发性金融机构真正有法可依。待时机更为成熟时，再行考虑由全国人大常委会制定和颁行法律位阶更高的一般性法律，这实际上也符合开发性金融立法的动态调整规律和基本要求。[14]

在监管方面，应当坚持差异化监管的监管策略，针对开发性金融机构的特点，制定更具适用性的监管规则和监管标准，提高监管的科学性和有效性。在监管机构方面，应当设立一个专门性的监管机构——“开发性金融监管委员会”，由其行使监管职责，负责制定相应的金融监管规范和监管标准，加强

13 “两基一支”是指基本设施投资、基本建设投资和支柱产业。

14 邢会强：《我国政策性银行向开发性金融机构的转型及其立法》《法学杂志》2007年第1期，第65—68页。

宏观审慎管理，监测和评估开发性金融机构运行的潜在风险；注重微观审慎监管，细化监管指标，集中收集监管信息、统一调动监管资源，全面加强对开发性金融机构的信用风险监管、合规性监管以及流动性监管等，保证其稳健运行，不发生系统性和区域性金融风险[15]。此外，还应当加强金融监管协调机制的建设，完善开发性金融监管委员会与“一行三会”及财政部、发改委等主管机构的常态化协调沟通机制，信息及时共享，有效解决开发性金融机构日常运行中遇到的问题，推动其持续、稳健发展。

15 李志辉、黎维彬：《中国开发性金融理论、政策与实践》，中国金融出版社 2010 年版，第 362—365 页。

◆ 行业研究

2016 年我国医药行业运行情况分析

上海远东资信评估有限公司　朱杰

一、2016 年医药行业运行情况

1、全球医药行业发展概况

发达国家的新药研发、新兴市场需求增长和人口增加成为全球医药市场增长的重要推动力，仿制药仍为市场主流，新药产出数量明显下降

近年来全球医药产业销售规模不断扩大，但增速逐渐放缓，发达国家的新药研发、新兴市场需求增长和人口增加成为医药市场增长的重要推动力。2016 年全球医药支出约为 1.13 万亿美元，随着全球缩减医疗开支，仿制药仍为医药市场主流，且新药产出数量明显下降，其中，癌症、自身免疫系统、新陈代谢疾病、神经系统紊乱等治疗领域新药数量较大，成为推动全球医疗市场需求的因素。

根据 IMS 预测，2017–2021 年全球医药消费年均增长率 4%–7%，由于折扣、促销、税收等原因，增速出现放缓，至 2021 年全球医药市场容量将达到 1.5 万亿元，较 2016 年增长 33%，美国、欧盟、中国市场需求较大。其中，美国市场因专利到期和丙肝药物驱动减弱，市场增速降幅较大，2017–2021 年年均增幅为 6%–9%，欧盟 5 国财政预算收紧在一定程度影响医疗卫生支出，医药市场年均增速为 1%–4%，中国因医疗改革和产业升级转型，医药市场增幅亦呈放缓趋势。

新药研发方面，至 2021 年，全球平均每年将出现约 45 种药物新活性物质，治疗领域包括癌症、自身免疫、代谢和神经系统紊乱。新药研发中，基因工程技术、合成生物学技术、干细胞技术、生物 3D 打印技术等将成为未来技术发展趋势。

2、我国医药制造行业运行情况

※ 行业运行概况

我国医药制造业整体运行趋势平稳，行业增速略有提升，处于中高速发展阶段

医药制造行业关系国计民生，需求较为刚性，具有弱周期性特征。2004–2010 年我国医药制造行业依靠政策红利高速增长，2011–2013 年因医疗卫生体制改革加剧了行业分化，行业增速出现波动，2013 年以来，随着医疗卫生体制改革不断深入，药品集中招投标采购、医保控费等政策导致处方药药价上行趋势大幅放缓，加之产业结构升级转型，行业增速由原来的高速增长进入中高速发展阶段。

受到人口数量增长、人口老龄化进程加快、医疗保障水平提升、居民可支配收入增加和城镇化率提升等因素影响，我国医药市场容量较大，行业整体处于成长期。近年来，我国医药制造业整体运行趋势平稳，2016 年医药制造企业主营业务收入为 2.81 万亿元，

同比增长 9.89%，较上年提升 0.41 个百分点，高于全国工业制造企业增速平均水平。根据国务院办公厅颁布《关于促进医药产业健康发展的指导意见》，到 2020 年，我国医药产业规模将进一步扩大，主营业务收入年均增速高于 10%，与其他工业行业相比，工业增加值增速仍将位居前列。

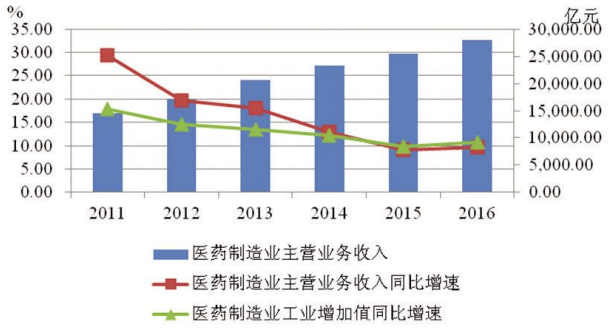

图 1 医药制造业主营业务收入增速及工业增加值增速

资料来源：Wind 资讯

※ 行业竞争格局

行业形成低集中度的寡头垄断格局，行业内兼并重组将加快

医药制造业为国家重点监控的行业之一，具有一定的地方保护主义特色。在医药发展黄金十年内，较大的市场需求、较高的行业盈利空间和较低的准入门槛吸引大量中小企业，导致我国医药制造企业数量众多，中小企业产品种类较单一。截至 2016 年末，我国医药制造企业数量为 7449 家，不同治疗领域的药品不具有明显竞争关系，行业形成低集中度的寡头垄断格局。根据相关规划，“十三五”期末，我国前百大制药企业集中度将增加 10 个百分点至 60%，但仍远低于欧美发达国家制药行业集中度水平，预计我国制药行业内兼并重组将加快。

跨国药企在华布局完善，占据一定处方药市场

仿制药占我国医药绝大部分市场份额，同质化竞争激烈，制药企业的销售渠道建设对药品销售情况影响重大。处方药与零售药目标客户不同，市场销售渠道差异亦较大，其中，处方药销售规模较大，受医保目录范围影响较大，主要通过参与各省市招投标进入各大医院，零售药则主要通过药店或网络方式销售给终端使用者。此外，制药企业还通过分销方式销售药品，但分销商与制药企业存在一定的竞争关系。

从 2016 年前三季度处方药销售情况来看，辉瑞、阿斯利康和齐鲁制药依次占据前三位，跨国企业在华布局较为完善，占据一定处方药市场；从增速来看，阿斯利康、四环制药、连云港恒瑞和正大天晴药品销售增速超过行业平均增速，表现出较好的成长性。

表 1 十大处方药供应商（按销售额排序）

排名	2016Q1		2016Q2		2016Q3	
	公司	MAT 同比增长率（%）	公司	MAT 同比增长率（%）	公司	MAT 同比增长率（%）
1	辉瑞	4.8	辉瑞	7.6	辉瑞	11.1
2	阿斯利康	10.2	阿斯利康	12.6	阿斯利康	12.6
3	齐鲁制药	8.2	齐鲁制药	7.1	齐鲁制药	6.6
4	扬子江药业	8.4	四环制药	16.0	四环制药	14.4
5	四环制药	17.2	复星医药	4.3	扬子江药业	11.3
6	赛诺菲	9.2	扬子江药业	9.6	复星医药	4.4
7	复星医药	3.6	赛诺菲	9.1	赛诺菲	9.3
8	科伦药业	2.9	正大天晴	14.3	正大天晴	12.2
9	拜耳	3.6	连云港恒瑞	12.9	连云港恒瑞	14.4
10	正大天晴	16.6	科伦药业	2.4	拜耳	6.1

资料来源：IMSCHPA（中国医院药品统计报告）>=100 个床位

我国医药中间体供应充足，行业竞争激烈，以低价和低利润寻求发展，经营规模决定盈利水平

化学原料药和制剂的原材料为医药中间体。我国医药中间体准入门槛较低，处于产业链低端，生产企业数量众多，行业竞争激烈，以低价和低利润寻求发展，经营规模决定盈利水平。目前，我国医药中间体行业处于供大于求的格局，除了满足国内医药生

产需求外,大量用于出口,已成为全球重要的医药中间体出口国之一。医药中间体行业议价能力弱,盈利水平受到医药制造企业和原料供应商的双重压力,同时产品更新速度快,一般 2-3 年后利润率大幅下降,工艺改进或新产品开发较为频繁。我国大型医药中间体供应商包括博腾股份、联化科技、天马精化和雅本化学等。

※ 行业研发技术和生产能力

专利药研发能力较弱,仿制药同质化竞争情况较严重

专利技术反映制药企业的核心竞争力。受到医药研发风险大、居民对专利药可负担性较差、我国立法对专利保护程度不足[1]等因素影响,长期以来,我国医药制造业创新投入不足,研发意愿不高,整体创新能力较弱。我国研发能力由东部和东南沿海地区向内陆地区递减。仿制药占据我国大部分医药市场,药品同质化竞争情况较严重。但近年来,产业结构转型升级以及政策支持使得药品研发结构由"仿制为主"向"仿创结合"转变,即在提倡创新驱动的同时,保障基本药物质量和供给。从药物研发领域来看,我国实行"中西医并重"的发展方针,提高抗体药物、肿瘤免疫治疗药物等生物技术药物和中药优势病种的复方、有效部位、有效成分研究及相应药物成为发展方向。《关于促进医药产业健康发展的指导意见》和《医药工业发展规划指南》提出,到 2020 年,行业规模以上企业研发投入强度需达到 2%以上,我国将对 90%以上重大专利到期药物实现仿制上市。

"仿创结合"的研发策略将扩大我国制药企业研发投入规模,但药品研发风险较大,投资回报期较长,或给企业带来资金链压力;此外,同质化竞争、仿制药生命周期缩短等因素,或导致部分研发能力较弱中小型制药企业面临一定经营压力。

化学原料药产能严重过剩,中药和生物医药迎来快速发展时期

我国制药行业生产能力形成了以长三角和环渤海地区为主,珠三角和东北地区快速发展的格局,具有化学药品生产优势的省份为山东、河北和河南,自然资源较为丰富的四川、湖北和吉林则在中药生产领域占有主导地位,形成了较强的区域聚集效应。受到产能超前投资和国内外需求放缓的影响,我国化学原料药产能严重过剩,短期内难以改变;中药受政策支持,生物医药为新兴产业,将迎来快速发展时期。药品关系居民生命安全,医药制造业受政策影响较大,2015 年以来,政府对于生产工艺和标准、药品质量和疗效、环保等监管趋严,或增加中小企业运行成本。

※ 药品价格

处方药药价上涨趋缓,零售药药价较快上涨

集中招投标、取消公立医院药品加成等医疗卫生体制改革,以及实施"两票制"等医药流通环节改革等使得处方药药价上涨趋缓,2016 年医药制造业工业生产者出厂价格指数同比增长 0.4%,较上年下降 0.1 个百分点。与此同时,CPI 推动和药价市场化使得非处方药药价上涨,2016 年中西药品及医疗保

1 我国对专利法进行过三次修订,2001 年进行的第二次修订对专利保护范围、法律执行机制进行修订,加强了立法强度;2009 年第三次修订引入 bolar 豁免,降低了立法强度。

健用品零售价格指数同比增长 4.10%，较上年增长 1.66 个百分点。加之，产业结构升级提升药品附加值、原料药市场回暖，药品整体价格在医疗改革推进中仍维持合理水平。具体来看，受国际市场回暖，2015 年末至 2016 年初维生素价格出现大幅上涨，之后随着国内产能复苏，价格震荡下行；中药受到政府政策支持，价格亦大幅上涨；激素类药物价格下降明显；抗生素受到“限抗令”影响，价格基本处于历史地位；氨基酸、他汀类、普利类、沙坦类和解热镇痛类药物价格基本保持平稳或稳中有降。

图 2　部分药品价格趋势

资料来源：Wind 资讯

※ 行业进出口情况

我国医药行业主要出口技术含量较低、高污染、高能耗的化学药物，出口规模小、增长慢；对高端药品进口需求快速增长，全球行业竞争优势弱

随着全球医药产业专业化水平的提高和产业转移，中国承接了产业链低端，主要通过化学原料药的生产和出口参与国际分工，竞争力较弱，受全球经济周期波动影响较大。2016 年我国出口医药品 94.50 万吨，出口金额为 136.04 亿美元，分别同比增长 7.89%和 0.73%，出口规模较小，且量价增长缓慢；欧盟、美国、澳大利亚为我国重要的药品贸易伙伴；优势出口药物品种包括有机酸类、氨基酸类、维生素类、抗生素类和解热镇痛类药物等技术含量较低、高污染、高耗能的化学药物。

由于研发水平较弱，我国对高端药品进口需求快速增长，2016 年我国进口医药品 12.41 万吨，进口金额为 220.95 亿美元，分别同比增长 16.97%和 8.60%，欧盟、德国和美国为药品重要的进口国。

二、行业政策

1、产业规划

研发提倡创新驱动，生产领域形成集群化、智能化、绿色发展方式

2016 年，《医药工业发展规划指南》和《关于促进医药产业健康发展的指导意见》先后出台，明确提出，“十三五”期间，医药制造业需加强研发投入，同时保障基本药物供给，生产环节向自动化、智能化和环保转变，实现产业升级转型，行业年均增速达到 10%；制药企业数量众多、规模较小的现状得到改善，前百大企业集中度进一步提升 10 个百分点至 60%。

此外，《中医药发展战略规划纲要》体现我国中西医共同发展的战略方针；《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》要求以基因技术快速发展为契机，推动精准医疗和个性化医疗发展，培育具有国际竞争力的新型生物技术企业和生物经济集群，亦体现国家政策对生物医药行业的支持。

2、审批提速

优先审批制度和加大人员招聘力度使得审批审评效率大幅提升

药品注册申请审批效率关系药品研发及上市周期，2016 年药审中心积极落实药品审评审批制度改革要求，完善审评制度体系，对于新药、临床急需或质量疗效明显改进的药物进行优先审批，同时，大幅增加编制外人员招聘力度，使得药品注册申请积压

情况得以改善,审批审评效率提升。

3、去产能

我国政府从药品治疗和疗效、环保、资金供给等方面淘汰落后产能,抑制过剩药品产能建设,促进产业供给侧改革

《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》要求国家基本药物目录(2012版)中,2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂应在2018年底前完成一致性评价,其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种,应在2021年底前完成一致性评价;逾期未完成的,不予再注册。此项意见提升了现有仿制药的质量和疗效要求,淘汰部分劣质药品,在一定程度上达到去产能目的。

《控制污染物排放许可制实施方案》衔接环境影响评价管理制度,融合总量控制制度,一企一证,提供统一的污染物排放数据,强化环保要求,有助于淘汰部分小型制药企业落后产能。

《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》要求以市场化、法治化方式,通过推进兼并重组、优化债务结构,积极稳妥降低企业杠杆率,助推供给侧结构性改革、国有企业改革深化、经济转型升级和优化布局,上述意见在资金供给方面抑制过剩药品产能建设。

4、促新药研发

药品研发专利拥有人与药品生产资质的分离有利于促进新药研发

《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》要求在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等10个省(市)开展试点,药品研发机构或者科研人员可以作为药品注册申请人,提交药物临床试验申请、药品上市申请,并取得药品上市许可及药品批准文号;不具有生产资质的持有人可委托试点行政区域内具备资质的药品生产企业生产批准上市的药品。药品研发专利拥有人与药品生产资质的分离,有利于降低中小型药品研发机构或个人科研工作者的资金需求,促进新药研发。

5、医保控费

我国医保范围更为统一规范,通过医疗大数据的共享加大居民基本用药保障和控制药品价格

《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》,推动医改向纵深发展,发挥医疗、医保、医药"三医"联动机制,落实公立医院药品分类采购,并逐步实行"两票制",取消所有公立医院药品加成。

《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》,整合城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗两项制度;《2016年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案(征求意见稿)》,进一步优化目录结构,扩大目录范围,逐步建立规范的药品目录动态调整机制;《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》,提出将健康医疗大数据应用发展纳入国家战略布局,到2017年底,实现国家和省级人口健康信息平台以及全国药品招标采购业务应用平台互联互通。上述政策使得医保范围更为统一规范,通过医疗大数据的共享加大居民基本用药保障和控制药品价格。

三、行业财务表现

医药制造业盈利情况较稳定,资产负债率适中,但流动资金被占用导致资金使用效

率较低，行业整体运营效率有待进一步提高

近年来，医药制造行业规模持续扩大，增速较快，尽管2016年处方药药价上涨缓慢，但非处方药价格受市场化因素影响而快速上涨，加之创新驱动因素，行业整体销售毛利率较高，为29.40%，较上年增长0.58个百分点。药品研发和营销费用较大，导致期间费用规模较大，2016年医药制造业期间费用率达26.68%，较上年增长0.63个百分点，在一定程度上侵蚀企业利润空间，行业销售利润率为10.70%，同比增长0.41个百分点，企业亏损面明显下降2.45个百分点至10.16%，整体盈利情况尚可。

医药制造业为弱周期性行业，药品需求相对平稳，但铺货销售模式以及与医院、零售药店较长的结算周期，导致制药行业资金被占用情况较严重，2016年制药企业流动资产周转率、总资产周转率仅为1.86次和1.06次，分别较上年下降0.13次和0.05次，行业整体运营效率有待进一步提高。

医药研发具有高投入、高风险、高收益的特点，项目投资回报期长，但医药行业盈利能力良好，且融资渠道多元化，加之，“降杠杆”等政策出台，近年来企业资产负债率逐年走低，2016年末降至40.17%的较低水平，财务结构较稳健。

表2 医药制造业部分财务指标趋势

指标名称	2014年	2015年	2016年
行业规模以上工业增加值累计同比增长（%）	12.30	9.90	10.80
主营业务收入（亿元）	23325.61	25537.10	28062.90
主营业务收入累计同比增长（%）	12.94	9.10	9.89
行业固定资产投资完成额（亿元）	5205.43	5811.88	6299.15
医药制造业工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比（%）	0.70	0.50	0.40
中西药品及医疗保健用品零售价格指数（RPI）累计同比（%）	1.71	2.44	4.10
医疗保健CPI累计同比（%）	1.27	1.98	3.80
化学药品原药产量（万吨）	301.04	325.50	328.90
应收账款净额（万元）	2586.85	2889.20	3303.60
产成品资金占用率（%）	9.78	9.68	9.06
资产负债率（%）	43.04	41.24	40.17
销售毛利率（%）	28.63	28.81	29.40
成本费用利润率（%）	11.08	11.47	11.96
企业亏损面（%）	12.66	12.61	10.16
亏损企业平均亏损额（万元）	1118.09	1152.29	1198.15
中国制造业采购经理指数（PMI）	50.10	49.70	51.40

资料来源：Wind资讯

四、行业发债情况

1、行业企业发债情况

2016年医药制造企业共发行债券108只，较上年增加43只，发行总额为962.48亿元，同比增长100.10%。从发行量来看，短期融资券、公司债、中期票据分别占52.78%、22.22%和12.04%，位居前三位，定向工具、资产支持证券和可交换债发行规模较小。从发行期限来看，1年以内的债券占比为54.63%，较上年下降5.37个百分点；4-5年期、2-3年期债券占比分别为20.37%和17.59%。从发行主体级别分布来看，以AA+级和AA级为主，其中，AA+级发行主体为36家，占比为42.86%，AA级发行主体为31家，占比为36.90%。从债券发行地区来看，以广东和福建南部沿海地区、京津冀地区、江苏和上海东部沿海地区债券发行量较大。

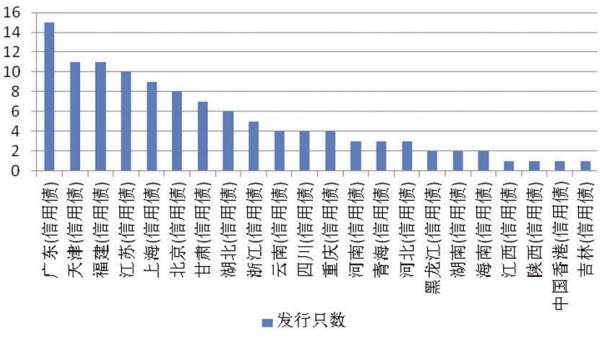

图3 债券发行区域分布

资料来源：Wind资讯

从债券发行利率来看，不同发行期限、不同信用级别的债券发行利差和信用利差差异较大，相同发行期限的债券，信用级别越高，发行利率越低，信用利差越小。以270

天债券为例，信用级别为 AAA 级债券发行利率为 2.59%-2.95%，信用级别为 AA+级债券发行利率为 2.78%-3.88%，信用级别为 AA 级债券发行利率为 3.08%-3.99%。从信用利差来看，信用级别为 AAA 级债券信用利差为 42-61BP，信用级别为 AA+级债券信用利差为 62-160BP，信用级别为 AA 级债券信用利差为 76-195BP。

表 3 2016 年医药制造业债券发行利率

期限	主体级别	样本数	发行利率		信用利差		
			区间（%）	均值（%）	区间（BP）	均值（BP）	标准差
91 天	AA+	1	2.70	2.70	59	59	--
179 天	AAA	2	2.98-3.01	2.995	76-85	81	6.59
	AA+	4	3.29-3.47	3.3575	105-122	114	8.85
	AA	2	3.90-4.50	4.20	179-222	200	30.85
240 天	AA	1	3.87	3.87	--	--	--
270 天	AAA	7	2.59-2.95	2.74	42-61	54	8.32
	AA+	20	2.78-3.88	3.13	62-160	92	25.96
	AA	9	3.08-3.99	3.55	76-195	137	43
1 年	AA+	5	2.73-6.30	3.65	58-394	145	140
	AA	6	3.20-5.50	4.06	95-313	182	79
	AA-	2	5.99-6.00	5.995	308-368	338	42
2 年	AA	1	5.0	5.0	250	250	--
3 年	AAA	3	2.98-3.40	3.14	35-103	63	36
	AA+	7	3.05-5.20	4.08	67-281	167	79
	AA	9	3.50-6.50	4.97	109-388	250	110
5 年	AAA	4	2.95-3.98	3.31	31-128	69	43
	AA+	9	2.95-4.60	3.50	37-187	93	56
	AA	8	1.00-5.33	4.06	-163-258	142	133
	AA-	1	5.49	5.49	276	276	--
7 年	AA+	1	3.60	3.60	82	82	--
其他		6					

资料来源：wind 资讯

2、行业信用风险事件

2016 年医药制造行业共有 8 只债券发行人主体信用级别上调，分别是浙江仙琚制药股份有限公司、浙江康恩贝制药股份有限公司和上海莱士血液制品股份有限公司，最新主体信用级别分别为 AA、AA+和 AA+。

表 4 2016 年医药制造发债企业信用级别上调债券

债券代码	债券简称	发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	债券类型
041658039.IB	16 仙琚制药 CP001	浙江仙琚制药股份有限公司	2016-06-06	AA	稳定	2016-02-23	AA-	一般短期融资券
041458069.IB	14 仙琚 CP001	浙江仙琚制药股份有限公司	2016-06-06	AA	稳定	2016-02-23	AA-	一般短期融资券
041358021.IB	13 仙琚 CP001	浙江仙琚制药股份有限公司	2016-06-06	AA	稳定	2016-02-23	AA-	一般短期融资券
041558072.IB	15 仙琚 CP001	浙江仙琚制药股份有限公司	2016-06-06	AA	稳定	2016-02-23	AA-	一般短期融资券
041258018.IB	12 仙琚 CP001	浙江仙琚制药股份有限公司	2016-06-06	AA	稳定	2016-02-23	AA-	一般短期融资券
136713.SH	16 康恩贝	浙江康恩贝制药股份有限公司	2016-04-26	AA+	稳定	2015-05-21	AA	一般公司债
122076.SH	11 康恩贝	浙江康恩贝制药股份有限公司	2016-04-26	AA+	稳定	2015-05-21	AA	一般公司债
112167.SZ	12 莱士债	上海莱士血液制品股份有限公司	2016-04-20	AA+	稳定	2015-04-13	AA	一般公司债

资料来源：万得资讯

2016 年医药制造行业发生 2 个债券违约事件和 2 个债券级别下调事件。其中，违约债券的发行人为百花医药集团股份有限公司，合计 9160.45 万元债券本息于 2016 年 10 月 21 日到期后未及时偿付。主体信用级别下调的债券发行人为云南沃森生物技术股份有限公司，因“山东非法经营疫苗案”，子公司山东实杰生物科技股份有限公司和圣泰（莆田）药业有限公司被撤销和收回 GSP 证书，并吊销《药品经营许可证》。公司商誉资产减值损失达 4.81 亿元，疫苗流通业务因此受到重大影响。

表 4 2016 年医药制造发债企业信用级别下调或违约债券

债券代码	债券简称	发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	债券类型
110005.GBG	百花医药 1 期 A	百花医药集团股份有限公司	--	未评级	--	--	--	私募债
110015.GBG	百花医药 1 期 B	百花医药集团股份有限公司	--	未评级	--	--	--	私募债
101376002.IB	13 沃森 MTN001（5 年期）	云南沃森生物技术股份有限公司	2016 年 6 月 24 日	A	负面	2014 年 7 月 14 日	A+	一般中期票据
101376001.IB	13 沃森 MTN001（3 年期）	云南沃森生物技术股份有限公司	2016 年 6 月 24 日	A	负面	2014 年 7 月 14 日	A+	一般中期票据

资料来源：wind 资讯

2016 年煤炭行业运行情况简述与展望

上海远东资信评估有限公司　刘敏

一、2016 年我国煤炭行业整体运行情况

2016 年，受益于供给侧改革和 276 天工作日，煤炭行业去产能力度加大，煤炭库存处于低位，煤炭供需失衡的局面有所缓解，在连续四年价格下行后，2016 年尤其是下半年煤炭价格出现回升。

(一)煤炭需求略有回暖

2016 年国家稳增长和结构性政策的效果逐步显现，主要煤耗行业的产量有所增加，使得煤炭行业下游需求略有回暖。

分行业来看，火电行业煤炭需求约占煤炭需求的 50%左右。由于我国经济增速换档，产业结构优化，增长动力转化等导致全社会用电增速有所增长，带动火电行业煤炭需求增长，但是环保压力会对火力发电产生负面影响。国家统计局数据显示，2016 年我国全年发电量为 59111.20 亿千瓦时，同比上升 4.50 %，其中火力发电量为 43957.70 亿千瓦时，同比上升 2.60%。

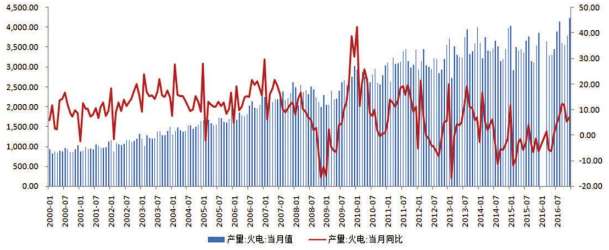

图 1　2000 年 1 月–2016 年 12 月
火电发电情况(单位：亿千瓦时)

数据来源：Wind 资讯，远东资信

冶金行业耗煤包括用作动力烧结的动力煤、喷吹煤和生产炼钢或铸铁等用的冶金焦和铸造焦的炼焦煤，冶金行业煤炭需求约占 25%左右。2016 年，在产能过剩和环保双重压力以及固定资产投资放缓背景下，我国粗钢产量 80836.57 万吨，同比上升 1.20%，生铁产量 70074.00 万吨，同比上升 0.70 %，焦炭产量累计为 44911.00 万吨，累计同比增长 0.06%，冶金行业下游需求疲软意味着焦煤、烧结用煤和高炉喷吹用煤需求很难出现明显增长。

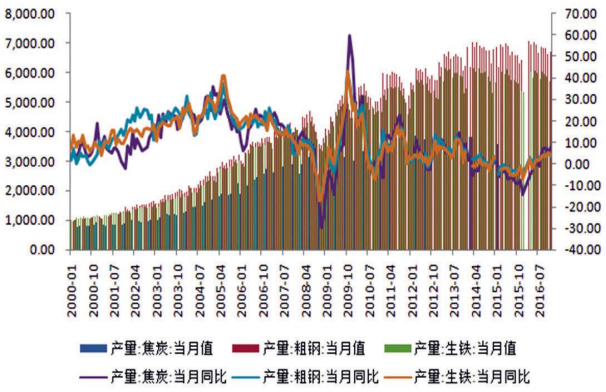

图 2　2000 年 1 月–2016 年 12 月
生铁和粗钢产量变化情况(单位：万吨、%)

数据来源：Wind 资讯，远东资信

建材行业中水泥耗煤最大，耗煤量约为 15%左右，水泥广泛应用于大型建筑工程，与固定资产投资密切相关。固定资产投资增速放缓使得 2016 年水泥产量增速趋缓。2016 年，全国水泥产量累计产量 240295.35 万吨，

同比增长 2.50%。如果考虑到水泥产品单位能耗不断下降,2016 年水泥及整个建材行业用煤需求也仅是略有增加。

化肥用煤需求保持平稳,化工行业在煤炭需求的占比中较小,约为 5%左右,合成氨和甲醇化工行业两大主要耗煤产品。2016 年 1-11 月,合成氨产量 4996.30 万吨,同比下降 5.70%。甲醇主要原料为煤、天然气和焦炉煤气,其中以煤为原料的甲醇产能占总产能的比重超过 60%。2016 年月精甲醇产量 4313.57 万吨,同比增长 7.80%。由于化工行业占比小,其需求增长难以对煤炭行业形成明显影响。

(二)原煤产量呈下降态势

2016 年 1-12 月原煤产量一直呈下降态势,其中 2016 年 4 月-10 月,原煤产量当月同比降幅达 10%以上,2016 年 6 月同比降幅达到最大,当月原煤产量为 27754.30 万吨,当月同比降幅为 16.60%,截至 2016 年末,全国原煤产量累计完成 33698.60 万吨,同比减少 122852.55 万吨,下降 9.50%。

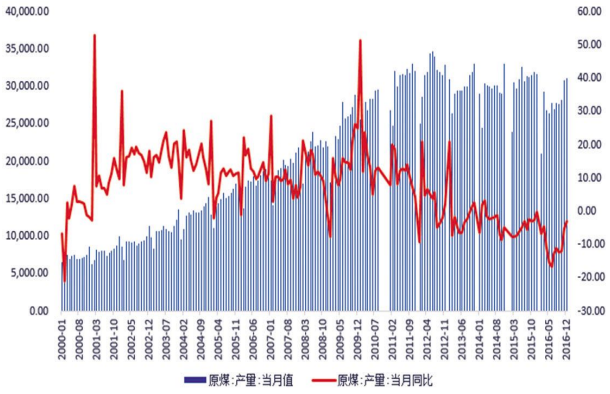

图 3 2000 年 1 月-2016 年 12 月
煤炭产量变化情况(单位:万吨)

数据来源:Wind 资讯,远东资信

(三)各环节煤炭库存水平处于较低水平

由于需求回暖,原煤产量减少,国内煤矿、港口、电厂等各环节煤炭库存处于较低水平。港口方面,2016 年 1-10 月秦皇岛港煤炭库存一直在低位运行,2016 年 11 月受年度煤电长协合同谈判的影响,煤炭库存上涨明显,为平抑快速增长的煤炭价格,产运销多个环节政策调控和雾霾天气的影响使得秦皇岛港煤炭库存持续上涨达 700 万吨,2017 年由于春节临近,煤矿停产,电厂补库存,秦皇岛港煤炭库存已经开始持续回落。

重点电厂方面,12 月末,全国重点电厂煤炭库存合计为 6545.90 万吨,较上年末 7358.00 万吨减少了 812.10 万吨,同比下降 11.80%,可用天数为 16 天,较上年 20 天亦有所减少。全国国有重点煤矿方面,2016 年全国国有重点煤矿煤炭库存为 3781.00 万吨,较上年末 5575.14 万吨减少 1790.04 万吨。

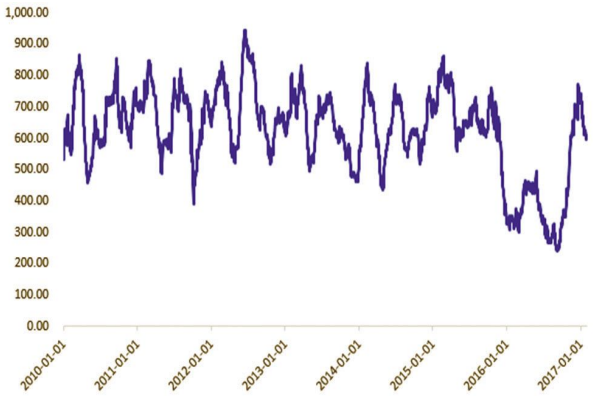

图 4 2010 年 1 月-2016 年 12 月
秦皇岛港煤炭库存(单位:万吨)

数据来源:Wind 资讯,远东资信

(四)煤炭进口量增加

由于去产能和减量化生产的执行,煤炭供应收紧,煤价反弹,进口煤增加。自 2016 年 4 月,我国进口煤累计增速由负转正,2016 年末,煤炭进口量为 25551.00 万吨,同比增加 25.20%。

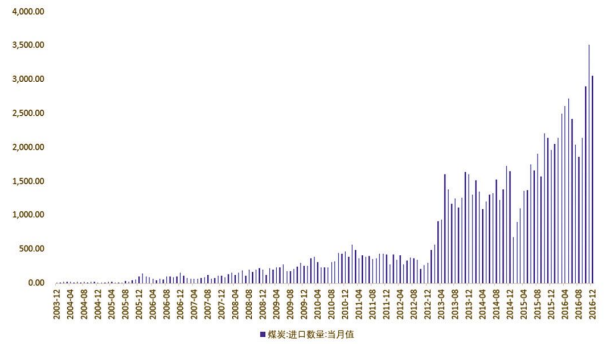

图 5 2014 年 1 月–2016 年 12 月煤炭进口情况(单位:万吨)

数据来源:Wind 资讯,远东资信

(五)煤炭行业去产能政策持续加码

由于 2015 年煤炭行业已全面陷入困境,产能过剩已成为我国煤炭产业的新常态,2016 年煤炭行业成为供给侧改革的重点行业,去产能和 276 工作日减量化生产成为煤炭供给侧改革主线。

表 1 2016 年国家去产能政策

时间	政策名称	内容
2016.2	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	从 2016 年起,用 3-5 年的时间再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右,较大幅度压缩煤炭产能,适度减少煤矿数量;3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目,确实需新建煤矿的,一律实行减量置换
2016.4	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	原则上 3 年内不再进行煤矿生产能力核增;对全国所有生产煤矿按每年 276 个工作日重新确定煤炭生产能力
2016.4	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	对钢铁、煤炭行业新建项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目,一律不予受理用地预审;对未按国家规定核准、备案的产能严重过剩行业新增产能项目,不得安排建设用地计划,不得通过农用地转用和土地征收审查,不得办理供地手续;从 2016 年起 3 年内停止煤炭划定矿区范围审批
2016.12	《煤炭工业发展"十三五"规划》	以供给侧结构性改革为主线,到 2020 年,煤炭开发供需基本平衡,大型煤炭基地、大型骨干企业集团、大型现代化煤矿主体地位更加突出。化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右,通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右,到 2020 年,煤炭产量 39 亿吨

资料来源:远东资信根据公开资料整理

(六)煤炭价格有所反弹

2012 年初以来,受欧洲债务危机影响,全球主要经济体经济持续疲软,煤炭需求量有所下降;另一方面,美元进入被动升值通道导致全球资金出于避险目的形成对美元资产配置的高峰。上述两项因素导致国际煤价的大幅下滑,进而拉低我国国内煤价。同时,国内经济持续回落导致煤炭需求增速相应降低,而行业产能建设超前形成超额供给,导致供需失衡,国内煤炭价格持续下跌,告别煤炭行业"黄金十年"。自 2015 年年初以来,煤炭价格继续延续下行态势,随着神华在"金九银十"大幅下调煤炭价格的举动与放宽销售政策的实施,2015 年 10 月煤炭价格曾四次下调,煤炭行业整体供过于求的态势未出现根本调整,煤炭价格仍低位运行。2016 年,国家去产能政策实施效果逐步显现,煤炭价格出现不同程度企稳态势,部分煤炭品种价格上涨明显,以山西优混(5500 K)为例,2016 年 7 月份,其秦皇岛平仓价自年初 370.00 元/吨增长至 400.00 元/吨,涨幅为 8.11%,之后逐步显现快速增长的态势,在 2016 年 11 月最高达 610.00 元/吨,较 7 月初涨幅 52.50%,2016 年 12 月煤价在 595.00 元/吨附件震荡,维持高位运行。

图 6 2006 年以来煤炭价格走势

资料来源:Wind 资讯

(七)行业盈利能力有所改善,但财务结构稳健性偏弱,运营效率仍较低

受益于煤炭价格持续上涨,2016 年末煤炭行业毛利率为 19.77%,较上年上升 4.12 个百分点,盈利能力有所改善,行业亏损面有所下降。

由于历史原因,煤炭企业财务政策普遍偏激进,债务负担较重;短期内难以大幅压缩有息债务,高杠杆的经营模式依旧持续,2016 年资产负债率仍在高位运行,行业财务结构稳健性偏弱。2016 年原煤产量为 33.64 亿吨,同比下降 8.72%,使得 2016 年煤炭主营业务收入由上年的 24994.90 亿元下滑至 23178.50 亿元,行业总资产周转率为 0.43 次,较上年略有下降,煤炭企业资产运营效率仍处于较低水平。

表 2 行业经营数据

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
原煤产量(万吨)	387400.00	368485.00	336398.60
皇岛港煤炭库存(万吨)	684.00	329.50	721.00
进口量(万吨)	22721.12	15558.31	18332.46
固定资产投资完成额(亿元)(煤炭开采和洗选)	4682.06	4007.78	3037.68
岛动力煤价(Q5500)(元/吨)/吨)(元)()价格(元/吨)	525.00	360.00	595.00
斯尔动力煤价(美元/吨)	64.58	50.49	94.44
主营业务收入(亿元)	30045.87	24994.90	23178.50
资产负债率(%)	65.64	67.90	69.54
总资产周转率(次)	0.58	0.46	0.43
销售毛利率(%)	16.84	15.65	19.77
行业亏损面(%)	27.18	31.52	26.64

数据来源:国家统计局、国资委

二、行业发债情况

(一)煤炭企业发债情况

新发债券发行级别以 AAA 和 AA+为主,发行利差存在较大分化,存续期债券存在级别下沉现象

2016 年煤炭企业发债 34 家,新发行债券 140 支。从发行期限看,以 1 年期或者小于 1 年期为主,合计 74 支,占比达到 74.19%,从主体级别的分布来看,以 AAA 和 AA+为主,其中 AAA 为 15 家,占比达到 45%,AA+为 11 家,占比达到 32%,从发行品种来看,仍以短期融资券和中期票据为主,但已有可交换债、永续债、资产证券化产品出现。

从发行利差来看,不同级别甚至同级别的煤炭企业发行人发行利差存在分化,不同发行主体的发行利差差异较大。

表 3 2016 年煤炭企业债券发行利差

期限	主体级别	样本数	发行利差(BP)	
			区间	均值
1 年期	AAA	13	0.90-3.81	2.41
	AA^+	8	2.33-4.86	3.52
	AA	2	2.80-4.37	3.59
2 年期	AA+	1	2.45	2.45
	AA	1	6.09	6.09
3 年期	AAA	8	2.24-4.88	3.78
	AA^+	6	3.94-5.04	4.66
	未评级	1	5.70	5.70
4 年期	AA+	2	2.01-2.04	2.03
5 年期	AAA	20	0.59-5.09	3.35
	AA+	3	2.20-2.90	2.45
	AA	1	4.34	4.34
7 年期	AAA	1	0.96	0.96
	AA+	1	3.00	3.00
10 年期	AAA	2	1.12-1.21	1.16

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

注 1:鉴于基准利率的期限限制,发行利率仅考虑发行期限大于等于 1 年的债券。

注 2:基准利率为同日、同期限的中国固定利率国债收益率。

(二)行业信用风险事件

煤炭行业信用风险仍较大,煤炭行业信用违约事件有所增加

截至 2016 年 12 月,当年共有 20 家煤炭行业发行人评级下调,其中 11 家下调 1 个

子级别,5 家小调 2 个子级别,下调 1 个大级别及以上的发行主体分别为四川省煤炭产业集团有限责任公司、内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司、中煤集团山西华昱能源有限公司、太原煤气化股份有限公司。

继 2015 年四川圣达集团的“12 圣达债”违约后,2016 年煤炭行业发生 3 起违约事件,其中 2 起位于四川省,1 起位于山西省,分别为四川省煤炭产业集团有限责任公司分别于 2016 年 6 月 15 日和 2016 年 12 月 26 日未能按期足额偿付“15 川煤炭 CP001”和“13 川煤炭 PPN”,中煤集团山西华昱能源有限公司未按期兑付“15 华昱 CP001”,后者已于 2016 年 4 月 6 日兑付本息。

2016 年除中煤集团山西华昱能源有限公司主体评级由 C 级上调到 B 级外,无主体级别上调的情况。

表 4 煤炭行业 2016.1.1–2016.12.31 发行人主体评级下调情况统计

债券简称	发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	债券类型
16 新矿 MTN001	新汶矿业集团有限责任公司	2016-07-29	AA	稳定	2015-10-08	AA+	一般中期票据
15 乡宁焦煤 MTN001	山西乡宁焦煤集团有限责任公司	2016-07-28	A	负面	2015-07-27	AA-	一般中期票据
14 神火 MTN001	河南神火煤电股份有限公司	2016-07-19	AA-	稳定	2015-06-24	AA	一般中期票据
13 阜新矿 MTN001	阜新矿业(集团)有限责任公司	2016-07-14	AA	负面	2015-07-22	AA+	一般中期票据
11 潞煤化 MTN1	潞安新疆煤化工(集团)有限公司	2016-07-13	AA-	稳定	2015-12-01	AA	一般中期票据
15 郑煤 MTN001	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	2016-06-27	AA-	负面	2015-07-27	AA+	一般中期票据
12 义马 MTN1	义马煤业集团股份有限公司	2016-06-21	AA-	负面	2015-06-30	AA+	一般中期票据
龙煤暂停	龙口煤电有限公司	2016-08-26	A	稳定	2015-06-29	A+	一般企业债
新查暂停	山东新查庄矿业有限责任公司	2016-07-18	BBB+	负面	2016-04-08	A	一般企业债
09 开滦债	开滦(集团)有限责任公司	2016-06-30	AA+	稳定	2015-10-22	AAA	一般企业债
10 川煤债	四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-06-15	C		2015-06-26	AA	一般企业债
11 霍煤债 02	内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司	2016-04-10	BB	负面	2015-08-10	AA-	一般企业债
12 晋兰花	山西兰花科技创业股份有限公司	2016-06-15	AA	稳定	2015-06-15	AA+	一般公司债
12 金瑞债	青海金瑞矿业发展股份有限公司	2016-03-29	A+	稳定	2015-06-08	AA-	一般公司债
15 华昱 CP001	中煤集团山西华昱能源有限公司	2016-04-06	C		2016-04-05	BBB	一般短期融资券
13 沈焦煤 PPN001	沈阳焦煤股份有限公司	2016-07-26	AA-	稳定	2015-10-28	AA	定向工具
15 皖北煤电 PPN001	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	2016-06-12	AA-	稳定	2015-07-30	AA	定向工具
14 淮北矿 PPN001	淮北矿业(集团)有限责任公司	2016-06-08	AA	稳定	2015-07-20	AA+	定向工具
13 沈煤 PPN001	沈阳煤业(集团)有限责任公司	2016-05-24	AA-		2015-09-21	AA+	定向工具
14 太煤气化 PPN003	太原煤气化股份有限公司	2016-05-16	BBB	负面	2015-06-09	A+	定向工具

资料来源:Wind 资讯 远东资信整理

2016 年 4 月 5 日,中煤集团山西华昱能源有限公司(以下简称“中煤华昱”)发布了风险提示公告,受煤炭市场行情疲软影响,煤炭销售价格大幅下降,2015 年前三季度,公司经营业绩出现亏损,造成公司资金链紧张,2015 年度第一期短期融资券“15 华昱 CP001”未按时兑付本息,首家煤炭企业违约。中煤华昱的业务板块主要分为:煤炭板块、电力板块、房地产板块和其他板块,其中煤炭板块是公司最核心业务,营业收入比重达 90%。2014 年开始,公司净利润出现亏损,主要原因一是煤炭售价持续下滑,二是公司债务负担较重,财务费用较高。同时,在行业景气度持续下滑时,公司仍进行大规模投资,进一步加剧了企业流动性紧张。后经过多重渠道筹措,中煤华昱已于 2016 年 4 月 13 日足额偿付 15 华昱 CP001 本息。2016 年下半年煤炭价格上升,公司盈利能力有所回

升；公司股东为公司提供了一定的资金支持，股东支持力度增强，2016年12月9日，联合资信将公司主体评级由C调整至B。

2016年6月15日，四川省煤炭产业集团有限公司（以下简称“川煤集团”）发布2015年第一期短期融资券（15川煤炭CP001）未按期足额兑付本息的公告，公告称受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌、新发行债券困难等多方面因素影响，公司资金链紧张，公司虽然通过多方渠道筹措资金，但截至2016年6月15日依然未来筹集足额支付资金。川煤集团成为首家爆发信用风险事件的地方煤炭国企。新世纪评级将川煤集团主体评级由AA级下调至C级，同年，川煤集团发行的2013年度第一期非公开定向债务融资工具（简称“13川煤炭PPN001”，到期日未2016年12月25日）未能按期足额兑付本息，表明川煤集团自2016年6月15日“15川煤炭CP001”违约以来，信用质量并未明显改善。

2016年4月8日内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司（以下简称“霍林煤业”）召开《关于召开“11霍煤债01”（证券代码：1180078）“11霍煤债02”（证券代码：1180079）2016年第一次债券持有人会议的通知》，拟将债券回售行权期由2016年4月12日延长至2016年6月13日。由于电解铝行业处于严重产能过剩状态，霍煤集团经营业绩持续大额亏损，负债压力大，流动性不足，霍煤集团债务偿付对外部支持的依赖程度很高，后续协调债券兑付资金存在较大不确定性，鹏元资信将霍煤集团主体级别由AA-下调至BB，评级展望由稳定调整为负面。

2016年5月16日，鹏元资信对太原煤气化股份有限公司（以下简称“太原煤气化”）的主体评级由A+下调至BBB，评级展望维持负面，主要是由于煤炭价格下降导致太原煤气化收入及盈利能力下降、亏损加剧、现金流恶化及偿债风险加剧，太原煤气化资产质量较差，龙泉煤矿投产后预期收益值的关注，存在一定或有债务等风险因素。

三、2017年煤炭行业发展展望

受经济增长趋缓、产业结构调整和节能减排等多种因素影响，煤炭需求疲弱短期内难以调整，煤炭产能仍相对过剩，去产能进入深水区，去产能将更多涉及煤矿在产产能，政策成为决定煤炭供需的重要变量，煤炭将在市场和政策双重博弈中实现新的均衡状态，煤价有望呈现平稳回落态势。

（一）煤炭需求将持续低迷

2017年经济增长将继续面临下行压力。主要由于经济下行将使能源、原材料价格继续承压。固定资产投资增长或将进一步放缓，特别是房地产市场不确定性增大，房地产开发投资可能会受到较大制约，另外，出于节能减排的影响，各地将陆续出台各种限煤举措，煤炭需求也将因此受到不同程度的影响。

分行业看，预计发电和取暖用煤需求增长乏力。经济增长放缓导致全社会特别是工业用电需求增长放缓，是发电用煤增长乏力的主要原因。除此之外，水电出力增长较快，落后产能淘汰力度的不断加大，以及单位能耗下降也会制约发电用煤需求增长。而在冬季取暖期，各大城市加大气代煤力度则会抑制取暖用煤总量增长。

钢铁行业用煤需求难改疲软态势。受固定资产投资增长放缓，特别是房地产市场不

确定性加大等因素影响,预计下半年钢材需求形势难以出现根本好转,生铁、焦炭产量也难以出现明显增长,钢铁行业用煤需求难改疲软态势。

水泥行业用煤需求增长也将有所放缓。一方面,水泥是重要的建材产品,如果房地产投资增速大幅回落,水泥产销量及水泥行业用煤需求难免进一步受到影响;另一方面,随着节能减排和落后产能淘汰力度的加大,水泥产品单位能耗也将继续下降,用煤需求也会受到一定影响。

化肥行业用煤需求继续疲软,化工用煤保持增长势头。氮肥产量难以大幅增长决定了化肥用煤需求将继续疲软。由于多个以褐煤和烟煤为原料的新建大型合成氨—尿素装置陆续投产,以无烟块煤为原料,但缺乏原料优势的独立、中小氮肥企业将遭遇生存危机,无烟块煤需求可能会相对减少。化肥用烟煤和褐煤需求将有所增加,但化肥用煤总量难以出现明显增长。另外,随着煤制甲醇、煤制烯烃、煤制天然气装置的不断投产,新型煤化工用煤需求将继续保持适度增长。

(二)煤炭去产能更多为去在产产能,难度增大

从去年产能的执行情况来看,2016年全国超额完成去产能目标,淘汰落后产能超过3亿吨/年,但淘汰的产能多数属于此前已经停产或者半停产状态的矿井,去产能政策(不包括276天的限产政策)对实际产量的影响有限,276工作日减量化生产对2016年煤炭供应的影响更为显著一些。2017年政府工作报告指出,2017年要求退出煤炭产能1.5亿吨以上。虽然2017年去产能任务量相较去年有所减少,但由于煤炭产能仍相对过剩,在煤炭价格已出现回升的情况下,未来煤炭去产能将多为去在产产能,去产能难度将增大。

(三)煤炭价格有望呈现平稳回落

随着冬季用煤高峰的结束,南方来水增加和水电处理增多,以及春节放假结束后煤矿逐步复工复产等因素,供需关系将趋于宽松,但下游需求疲软的趋势尚不会出现调整,政策成为决定煤炭供需的重要变量,2017年初,发改委等四部委联合印发《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》指出,以2017年为例,当动力煤价格位于绿色区域(500-570元/吨),充分发挥市场调节作用,不采取调控措施。未来政策或将转为相机抉择,通过优化276天生产、产能置换等手段灵活调整供应,煤炭价格有望平稳回落,不会发现大幅上涨的情况。

总而言之,煤炭行业在我国能源结构占比重的绝对地位无法马上被替代,需求端疲弱,煤炭产能仍呈现相对过剩态势,煤炭将在市场和政策双重博弈中实现新的均衡状态,煤炭价格调整或将更多来自于政策的影响,煤价弹性趋弱。

◆ 行业动态

国家发展改革委 中国证监会关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知

2016 年 12 月 26 日　来源：证监会

各省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革委，新疆生产建设兵团发展改革委，中国证监会各派出机构，上海证券交易所、深圳证券交易所，中国证券业协会，中国证券投资基金业协会：

为贯彻落实《中共中央 国务院关于深化投融资体制改革的意见》(中发〔2016〕18号)、《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》(国发〔2014〕60号)等文件精神，推动政府和社会资本合作(PPP)项目融资方式创新，更好吸引社会资本参与，现就推进传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化工作通知如下。

一、充分认识 PPP 项目资产证券化的重要意义

(一)PPP 项目资产证券化是保障 PPP 持续健康发展的重要机制。资产证券化是基础设施领域重要融资方式之一，对盘活 PPP 项目存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设具有重要意义。各省级发展改革委与中国证监会当地派出机构及上海、深圳证券交易所等单位应加强合作，充分依托资本市场，积极推进符合条件的 PPP 项目通过资产证券化方式实现市场化融资，提高资金使用效率，更好地支持传统基础设施项目建设。

二、各省级发展改革部门应大力推动传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化

(二) 明确重点推动资产证券化的 PPP 项目范围。各省级发展改革委应当会同相关行业主管部门，重点推动符合下列条件的 PPP 项目在上海证券交易所、深圳证券交易所开展资产证券化融资：一是项目已严格履行审批、核准、备案手续和实施方案审查审批程序，并签订规范有效的 PPP 项目合同，政府、社会资本及项目各参与方合作顺畅；二是项目工程建设质量符合相关标准，能持续安全稳定运营，项目履约能力较强；三是项目已建成并正常运营 2 年以上，已建立合理的投资回报机制，并已产生持续、稳定的现金流；四是原始权益人信用稳健，内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近三年未发生重大违约或虚假信息披露，无不良信用记录。

(三)优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化。各省级发展改革委应当优先选取主要社会资本参与方为行业龙头企业，处于市场发育程度高、政府负债水平低、社会资本相对充裕的地区，以及具有

稳定投资收益和良好社会效益的优质 PPP 项目开展资产证券化示范工作。鼓励支持"一带一路"建设、京津冀协同发展、长江经济带建设,以及新一轮东北地区等老工业基地振兴等国家发展战略的项目开展资产证券化。

(四)积极做好 PPP 项目管理和配合资产证券化尽职调查等工作。项目实施单位要严格执行 PPP 项目合同,保障项目实施质量,切实履行资产证券化法律文件约定的基础资产移交与隔离、现金流归集、信息披露、提供增信措施等相关义务,并积极配合相关中介机构做好 PPP 项目资产证券化业务尽职调查。各地发展改革部门和相关行业主管部门等要按职责分工加强监督管理,督促项目实施单位做好相关工作。

三、证券监管部门及自律组织应积极支持 PPP 项目资产证券化

(五)着力优化 PPP 项目资产证券化审核程序。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会应按照规定对申报的 PPP 项目资产证券化产品进行审核、备案和持续监管。证券交易所、中国证券投资基金业协会等单位应建立专门的业务受理、审核及备案绿色通道,专人专岗负责,提高国家发展改革委优选的 PPP 项目相关资产证券化产品审核、挂牌和备案的工作效率。

(六)引导市场主体建立合规风控体系。中国证监会系统相关单位应积极配合发展改革部门加大 PPP 项目资产证券化业务的宣传和培训力度,普及资产证券化业务规则及监管要求等相关知识,推动 PPP 项目相关责任方建立健全资产证券化业务的合规、风控与管理体系。

(七)鼓励中介机构依法合规开展 PPP 项目资产证券化业务。中国证监会鼓励支持相关中介机构积极参与 PPP 项目资产证券化业务,并督促其勤勉尽责,严格遵守执业规范和监管要求,切实履行尽职调查、保障基础资产安全、现金流归集、收益分配、信息披露等管理人职责,在强化内部控制与风险管理的基础上,不断提高执业质量和服务能力。

四、营造良好的政策环境

(八)共同培育和积极引进多元化投资者。国家发展改革委与中国证监会将共同努力,积极引入城镇化建设基金、基础设施投资基金、产业投资基金、不动产基金以及证券投资基金、证券资产管理产品等各类市场资金投资 PPP 项目资产证券化产品,推进建立多元化、可持续的 PPP 项目资产证券化的资金支持机制。中国证监会将积极研究推出主要投资于资产支持证券的证券投资基金,并会同国家发展改革委及有关部门共同推动不动产投资信托基金(REITs),进一步支持传统基础设施项目建设。

(九)建立完善沟通协作机制。国家发展改革委与中国证监会将加强沟通协作,及时共享 PPP 项目信息,协调解决资产证券化过程中存在的问题与困难。中国证监会、国家发展改革委及相关部门将共同推动建立针对 PPP 项目资产证券化的风险监测、违约处置机制和市场化增信机制,研究完善相关信息披露及存续期管理要求,确保资产证券化的 PPP 项目信息披露公开透明,项目有序实施,接受社会和市场监督。各省级发展改革委与中国证监会当地派出机构应当建立信息共享及违约处置的联席工作机制,推动

PPP项目证券化产品稳定运营。

五、近期工作安排

请各省级发展改革委于2017年2月17日前，推荐1-3个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域PPP项目，正式行文报送国家发展改革委。国家发展改革委将从中选取符合条件的PPP项目，加强支持辅导，力争尽快发行PPP项目证券化产品，并及时总结经验、交流推广。

请中国证监会各派出机构、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等有关部门单位做好支持配合工作，推动传统基础设施领域PPP项目资产证券化融资平稳健康发展，并依据传统基础设施领域PPP项目资产证券化执行情况，不断完善资产证券化备案及负面清单管理。

国家发展改革委　中国证监会

2016年12月21日

中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见

2016年8月31日　来源：新华社

为全面贯彻落实《中共中央 国务院关于加快推进生态文明建设的意见》和《关于构建绿色金融体系的指导意见》（银发〔2016〕228号）精神，坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，引导证券交易所债券市场进一步服务绿色产业健康有序发展，助推我国经济发展方式转变和经济结构转型升级，现就证券交易所发展绿色公司债券的有关事项，提出以下指导意见：

一、本指导意见所称绿色公司债券，是指符合《证券法》《公司法》《公司债券发行与交易管理办法》及其他相关法律法规的规定，遵循证券交易所相关业务规则的要求，募集资金用于支持绿色产业项目的公司债券。

二、绿色公司债券募集资金投向的绿色产业项目，主要参考中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》要求，重点支持节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源、生态保护和适应气候变化等绿色产业。

三、拟发行绿色公司债券的发行人，除要符合《证券法》《公司法》和《公司债券发行与交易管理办法》规定的公司债券发行条件外，原则上不得属于高污染、高能耗或其他违背国家产业政策导向的行业。重点支持下列主体发行绿色公司债券：

（一）长期专注于绿色产业的成熟企业；

（二）在绿色产业领域具有领先技术或独特优势的潜力企业；

（三）致力于中长期绿色产业发展的政府和社会资本合作项目的企业；

（四）具有投资我国绿色产业项目计划或致力于推动我国绿色产业发展的国际金融组织或跨国公司。

四、绿色公司债券申报受理及审核实

行“专人对接、专项审核”,适用“即报即审”政策。中国证监会将不断完善绿色公司债券准入管理“绿色通道”制度安排,持续提升企业发行绿色债券的便利性。

五、发行人应当认真履行信息披露义务,按照规定或约定真实、准确、完整、及时地披露绿色公司债券相关信息。申请发行绿色公司债券时,募集说明书应当披露拟投资的绿色产业项目类别、项目认定依据或标准、环境效益目标、募集资金使用计划和管理制度等内容。同时,发行人还应当提供募集资金投向绿色产业项目的承诺函。绿色公司债券存续期间,发行人应当按照相关规则规定或约定披露绿色公司债券募集资金使用情况、绿色产业项目进展情况和环境效益等内容。绿色公司债券受托管理人在年度受托管理事务报告中也应当披露上述内容。

六、发行绿色公司债券所募集的资金可以用于绿色产业项目的建设、运营、收购,或偿还绿色产业项目的银行贷款等债务;严禁名实不符,冒用、滥用绿色项目名义套用、挪用资金。发行人应当按照有关规定或约定开立募集资金专项账户,对发行绿色公司债券所募集的资金进行专户管理,确保资金真正用于符合要求的绿色产业项目。受托管理人应当勤勉尽责,对发行人发行绿色公司债券的募集资金使用和专项账户管理情况进行持续督导。

七、绿色公司债券申报前及存续期内,鼓励发行人提交由独立专业评估或认证机构就募集资金拟投资项目属于绿色产业项目所出具的评估意见或认证报告。开展绿色公司债券评估认证业务的评估认证机构,应当建立评估认证的相关制度、流程和标准,本着独立、客观、公正、规范的原则,出具绿色公司债券评估认证报告。鼓励评估认证机构之间加强沟通协调和行业自律,建立完善统一的评估认证标准和流程。

八、证券交易所应当积极参与绿色金融领域的国际交流合作,探索将绿色公司债券优先纳入境内外证券交易所互联互通机制,引入境外绿色公司债券优质发行人及专业投资者。定期开展政策培训,加强绿色公司债券推广及优秀案例宣传,推动中介机构强化服务意识。

九、鼓励证券承销机构与绿色产业优质企业建立长效合作机制,积极主动提供绿色公司债券中介服务,加强绿色公司债券相关理论研究和业务创新。鼓励信用评级机构在信用评级过程中将发行人的绿色信用记录纳入其信用风险考量,并在信用评级报告中进行专项披露。

十、中国证券业协会应当定期发布“绿色债券公益榜”。证券公司参与绿色公司债券承销情况,作为证券公司分类评价中社会责任评价的重要内容。

十一、积极培育绿色投资文化,鼓励证券公司、基金管理公司、私募基金管理机构、商业银行、保险公司等市场主体及其管理的产品投资绿色公司债券。加快培育绿色公司债券专业投资人,积极引入境外绿色公司债券专业投资者。鼓励各类市场投资主体加强合作,探索建立绿色投资者联盟,共同倡导和落实社会责任。

十二、证券交易所研究发布绿色公司债券指数,建立和完善绿色公司债券板块,扩大绿色公司债券市场影响力。鼓励市场投资机构以绿色指数为基础开发公募、私募基金等绿色金融产品,满足投资者需要。

十三、鼓励支持地方政府综合利用贴

息、财政补贴、设立绿色公司债券投资基金等多种优惠政策支持绿色公司债券发展。各证监局应当主动对接辖区地方政府，积极引导社会资本参与绿色产业项目建设。

十四、发行绿色资产支持证券、绿色地方政府债券、绿色可续期债券等产品，参照绿色公司债券的相关要求执行；发行准入管理、上市交易等另有规定的，从其规定。

十五、本意见由中国证监会负责解释。本意见未尽事宜按照中国证监会相关规定执行。

十六、本意见自公布之日起施行。

中国证监会

2017 年 3 月 2 日

首单“一带一路”熊猫债券成功发行

2017 年 3 月 17 日　来源：证监会

3 月 16 日，俄罗斯铝业联合公司（United Company RUSAL Plc）在上海证券交易所成功完成首期人民币债券（即：熊猫债券）发行，发行期限 2+1 年，发行金额 10 亿元人民币。这是首单俄罗斯大型骨干企业在中国发行的熊猫债券，也是首单“一带一路”沿线国家企业发行的熊猫债券。

俄罗斯铝业联合公司是全球第二大铝产品生产企业，2010 年起先后在香港联合交易所、纽约泛欧交易所巴黎板市场、莫斯科证券交易所上市。其申请在上海证券交易所非公开发行 100 亿元熊猫债券，于 2017 年 1 月取得上海证券交易所的无异议函，采取分期发行方式。

此次发行成功，进一步拓展了“一带一路”沿线国家企业的资金融通渠道，深化了沿线国家金融合作方式。中国证监会将继续认真贯彻落实党中央、国务院的决策部署，进一步深化交易所债券市场对外开放，积极推动资本市场更好地服务“一带一路”建设。

首批传统基础设施领域 PPP 项目证券化正式落地

2017 年 3 月 10 日　来源：证监会

2016 年 12 月，证监会与国家发改委联合发布了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（以下简称《通知》），正式启动 PPP 项目资产证券化相关工作。

《通知》发布以来，证监会与国家发改委等部门单位密切配合，组织开展了业务培训和市场推介，落实了项目审核、备案的绿色通道安排，建立健全了相关工作机制。近日，国家发改委向我会提供了首批 9 单 PPP 资

产证券化项目的推荐函，其中包括交通设施、工业园区、水务、固废处理等类型的传统基础设施领域项目。根据《通知》要求，沪深交易所对已上报的PPP资产证券化项目进行了严格审查，并于今日对符合挂牌条件的固安工业园区供热、杭州庆春路隧道等资产证券化项目发放了无异议函。

PPP项目资产证券化，有利于盘活PPP项目存量资产，拓宽基础设施建设融资渠道、降低融资成本，更好地吸引社会资本参与PPP项目建设，服务国家供给侧结构性改革。通过资本市场的严格监管和公开透明的信息披露，也有助于提高PPP项目规范运作水平。

首批PPP资产证券化项目的正式落地，对于总结经验，推动业务发展具有重要意义。后续，我会将与相关部门单位密切配合，完善工作机制，持续稳步推进PPP项目资产证券化业务规范有序开展。

◆ 市场概览

2016 年我国债券市场发展情况分析

上海远东资信评估有限公司　黄骏

一、2016 年债券市场概况

2016 年我国债券市场共发行各类债券 28823 只，同比增长 78.17%；发行规模为 36.37 万亿元，同比增长 56.78%。其中，以国债、同业存单、地方政府债和政策性银行债为代表的利率债合计发行 25.49 万亿元，占债券发行规模总额的 70.08%。以短期融资券、公司债、中期票据和企业债为代表的信用债合计发行 7.89 万亿元，同比增长 32.80%，占债券发行规模总额的 21.68%。

除债券市场整体规模实现快速增长外，2016 年监管部门新推出了 CDS、CMBS、绿色债券、SDR 债券等新品种，进一步丰富了债券类型。另一方面，我国债券市场国际化取得进一步进展。截至 2016 年末，境外机构共持有我国各类债券 7788.49 亿元，同比增长 29.25%，境外投资者类型也进一步丰富，包括了境外央行、国际金融组织、主权财务基金、商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等。

我国信用债中企业债、公司债、超短期融资券、资产支持证券等发行规模都有不同程度的增长。其中，公司债增幅最大，其次是企业债。自 2015 年 1 月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》后，审核流程的简化、审核效率的提高，极大促进了公司债的发行。2016 年我国共发行公司债券 2843 只，募集资金 27807.32 亿元，较 2015 年分别增长 81.78%和 168.05%。其中，一般公司债共发行 881 只，募集资金 12856.77 亿元，较 2015 年分别增长 175.31%和 144.84%；私募债共发行 1962 只，募集资金 14950.55 亿元，比 2015 年分别上升 57.72%和 191.84%。

2016 年我国共发行短期融资券 2636 只，募集资金 33675.85 亿元，比 2015 年分别上升 3.62%和 2.65%。其中，超短期融资券共发行 1949 只，募集资金 27612.90 亿元，比 2015 年分别上升 35.82%和 19.63%。

2016 年我国共发行企业债 498 只，募集资金 5925.70 亿元，与 2015 年相比，分别上升了 64.90%和 73.21%。

2016 年我国共发行中期票据 908 只，募集资金 11448.10 亿元，与 2015 年相比，分别下降了 1.73%和 10.42%。

资产支持证券方面，2016 年共发行各类资产支持证券 2285 只，募集资金 8755.35 亿元，分别较上年上升 49.25%和 42.76%。其中，证监会主管的资产证券化产品占比最大，共发行 1904 只，募集资金 4680.25 亿元，分别较上年上升 67.46%和 129.23%。

表 1 2016 年我国主要信用债券发行规模情况

类别	2015 年发行数量(只)	2016 年发行数量(只)	同比(%)	2015 年发行规模(亿元)	2016 年发行规模(亿元)	同比(%)
非政策性金融债	594	419	-29.46%	16,959	12,750	-24.82%
商业银行债	58	64	10.34	2,039.00	3,673.00	80.14
商业银行次级债券	62	91	46.77	2,698.64	2,273.50	-15.75
保险公司债	19	7	-63.16	646.50	440.00	-31.94
证券公司债	237	165	-30.38	7,558.20	4,260.10	-43.64
证券公司短期融资券	171	60	-64.91	2,753.60	1,178.60	-57.20
其它金融机构债	47	32	-31.91	1,263.37	925.00	-26.78
企业债	302	498	64.90	3,421.02	5,925.70	73.21
一般企业债	300	495	65.00	3,405.80	5,875.70	72.52
集合企业债	2	3	50.00	15.22	50.00	228.52
公司债	1564	2,843	81.78	10,373.91	27,807.32	168.05
私募债	1244	1,962	57.72	5,122.92	14,950.55	191.84
一般公司债	320	881	175.31	5,250.99	12,856.77	144.84
中期票据	924	908	-1.73	12,779.46	11,448.10	-10.42
一般中期票据	922	908	-1.52	12,775.20	11,448.10	-10.39
短期融资券	2544	2,636	3.62	32,806.30	33,675.85	2.65
一般短期融资券	1109	687	-38.05	9,725.00	6,062.95	-37.66
超短期融资债券	1435	1,949	35.82	23,081.30	27,612.90	19.63
定向工具	1118	741	-33.72	8,880.95	6,030.15	-32.10
资产支持证券	1531	2,285	49.25	6,133.08	8,755.35	42.76
交易商协会 ABN	9	38	322.22	35.00	166.57	375.92
银监会主管 ABS	385	343	-10.91	4,056.33	3,908.53	-3.64
证监会主管 ABS	1137	1,904	67.46	2,041.75	4,680.25	129.23
可转债	3	11	266.67	98.00	212.52	116.85
可交换债	31	71	129.03	251.35	674.29	168.26

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

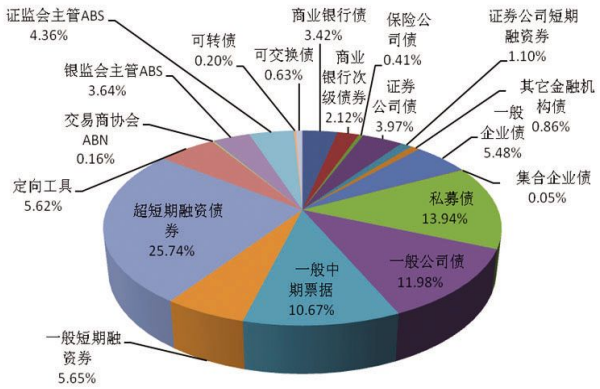

图 1 2016 年我国信用债券发行规模占比情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

二、企业债

2016 年共发行企业债 498 只,募集资金 5925.70 亿元,比 2015 年分别上升 64.90%和 73.21%。

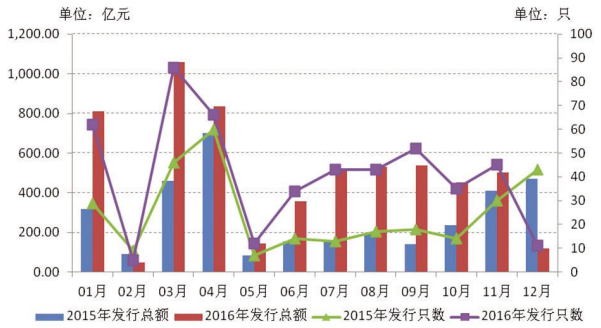

图 2 2016 年企业债发行统计情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、中东部地区发行量大于西部、北部地区

从区域分布来看,2016 年江苏省以 837.90 亿元、70 只同时位居发行规模和发行数量的首位,其次湖南省以 667.40 亿元位居第二位,再次是湖北省 408.10 亿元、贵州省

392.90 亿元和安徽省 366.00 亿元。从企业债发行区域分布来看，2016 年中东部地区企业债的发行量大于西部、北部地区。

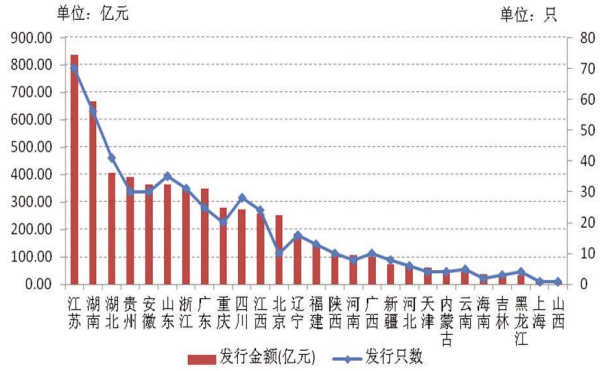

图 3　2016 年企业债区域分布

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

2、企业债发行人以建筑类和房地产类企业为主

2016 年企业债的发行人分布在建筑业、房地产业和综合业等 11 个行业。其中，建筑业企业是企业债发行的主力军，房地产行业为第二大发行行业。

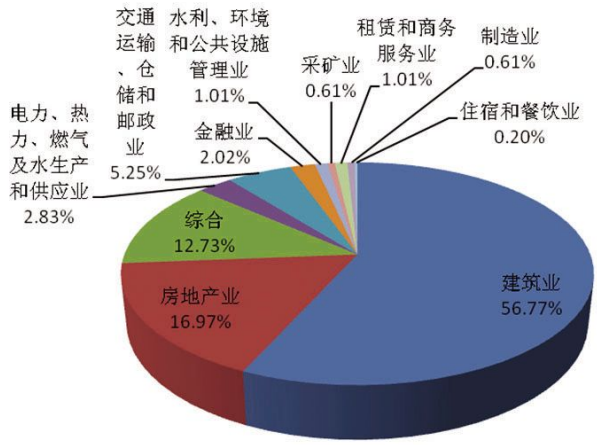

图 4　2016 年企业债行业分布

注：按照企业债发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

3、6–7 年期为企业债主力期限品种

从发行期限来看，2016 年 6–7 年期企业债的发行期数和规模占比分别达 72.69%和 71.29%。

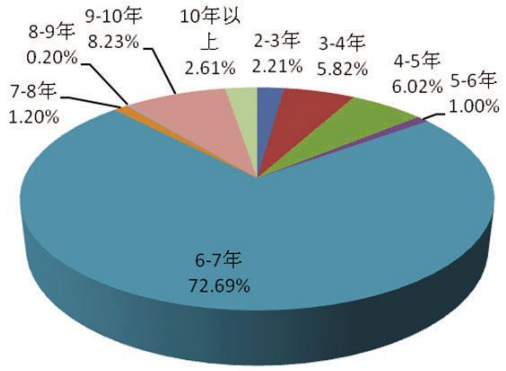

图 5　2016 年企业债期限结构分布

注：按照企业债发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

4、企业债的债项级别均在 AA 级(含)以上

2016 年，企业债的债项级别均在 AA 级(含)以上，AA+级(含)以上占比 49.00%。

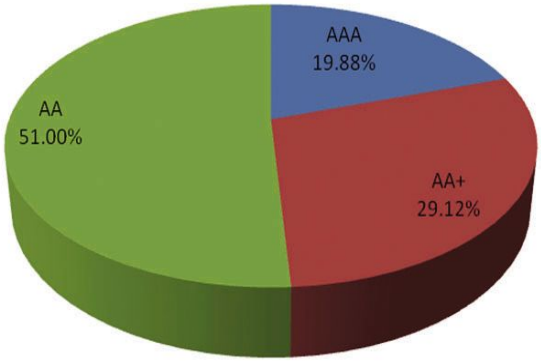

图 6　2016 年企业债债项等级分布

注：按照企业债发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

5、企业债发行利率和利差均下行

就发行利率而言，2016 年 7 年期 AA 级、AA+级、AAA 级企业债平均发行利率分别为 4.81%、4.69%、3.87%，与上年的平均发行利率相比分别下降了 138BP、106BP、68BP。从信用利差上看，2016 年 7 年期 AA 级、AA+级、AAA 级企业债平均利差分别为 198BP、185BP、102BP，与上年的平均利差相比分别缩窄了 87BP、61BP、26BP。

表 2 2015 年 7 年期企业债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	17	3.90-5.57	4.55	0.51	68.09-216.50	128.04	43.33
AA+	63	4.31-8.00	5.75	0.79	128.49-460.62	245.59	69.70
AA	147	4.80-8.80	6.19	0.67	148.85-545.47	284.87	60.16

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：发行利差的基准无风险利率采用同期限的中债国债到期收益率，下同

表 3 2016 年 7 年期企业债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	56	3.25-5.15	3.87	0.47	42.33-216.01	102.10	42.08
AA+	115	3.42-6.70	4.69	0.72	71.86-389.68	184.65	69.04
AA	191	3.40-7.00	4.81	0.74	72.72-416.39	198.43	70.64

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

6、企业债评级市场份额

从企业债评级市场份额来看，2016 年鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）市场份额 31.40%，位居第一；其次为联合（包括联合信用评级有限公司和联合资信评估有限公司），市场份额为 18.60%；再次为中诚信（包括中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司），市场份额为 18.00%，三者合计市场份额达到 68.00%。

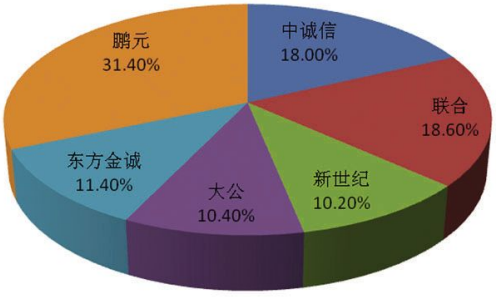

图 7 企业债评级市场份额情况

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

三、公司债

2016 年我国共发行 2843 只公司债，募集资金 27807.32 亿元，发行数量和规模比 2015 年分别上升 81.78%和 168.05%。

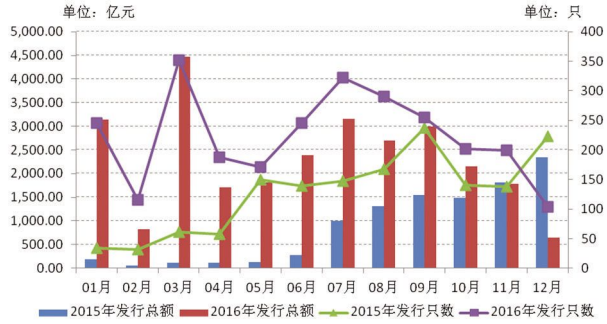

图 8 2016 年公司债券发行情况统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

1、北京市、广东省等东部地区公司债发行量大

从发行规模来看，2016 年北京市以 5555.41 亿元的发行规模位居榜首，广东省和江苏省分别以 3410.95 亿元和 3052.85 亿元的发行规模位居第二和第三。从 2016 年公司债的区域分布来看，东部地区仍是公司债券的发行主力。

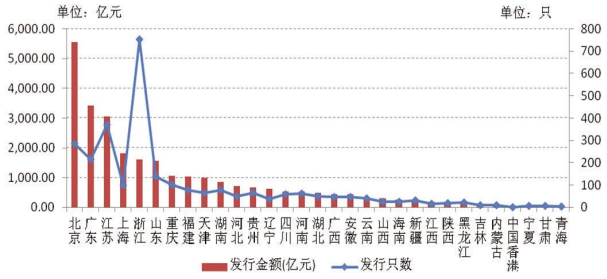

图 9 2016 年公司债券区域分布

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

2、房地产类企业为公司债券主导发行行业

2016 年公司债的发行人分布在房地产业、建筑业、制造业和综合业等 18 类行业。其中，建筑业企业占比 27.61%，位居首位；其

次是房地产业企业，占比为 21.95%；再次为综合业企业，占比为 17.34%。

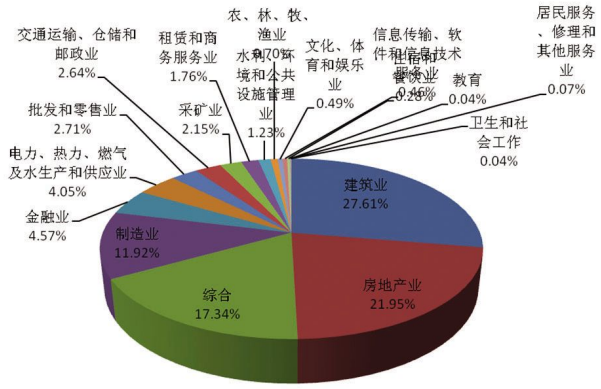

图 10　2016 年公司债券行业分布

注：按照公司债券发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

3、2–3 年期和 4–5 年期为主要期限品种

从发行期限来看，2016 年 2–3 年期公司债共发行 1237 只，占比 43.51%；4–5 年期公司债共发行 1233 只，占比 43.37%，为公司债券发行的主导期限品种。

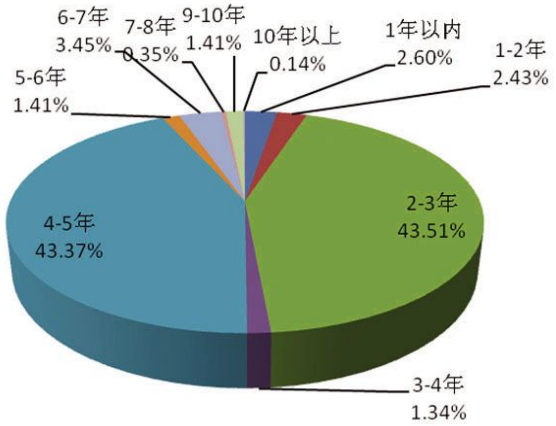

图 11　2016 年公司债券期限结构分布

注：按照公司债券发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

4、发行的公司债券以 AA 级（含）以上为主

就债项级别而言，2016 年，公司债券的债项级别以 AA 级（含）以上为主，只数合计占比达 98.95%。

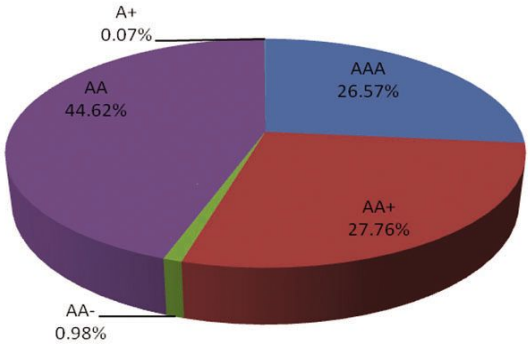

图 12　2016 年公司债券债项级别分布

注：按照公司债券发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

5、公司债券发行利率和利差总体下行

就发行利率而言，2016 年 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级公司债平均发行利率分别为 5.57%、4.46%、3.47%，与上年的平均发行利率相比，AA 级、AA+级、AAA 级分别下降了 19BP、73BP、83BP。从信用利差上看，2016 年 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级公司债平均利差分别为 295BP、185BP、85BP，与上年的平均利差相比，AA 级扩大了 20BP，AA+级、AAA 级分别缩窄了 31BP、43BP。

表 4　2015 年 5 年期公司债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	46	3.40-8.28	4.30	1.08	36.80-512.27	127.62	106.02
AA+	76	3.38-8.30	5.19	1.20	35.01-512.89	216.02	118.17
AA	135	3.93-7.80	5.76	1.02	94.35-484.35	275.36	105.46

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 5　2016 年 5 年期公司债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	200	2.83-7.60	3.47	0.68	25.90-480.06	85.23	66.07
AA+	250	2.95-7.80	4.46	1.17	36.73-524.48	185.16	114.10
AA	361	3.23-8.50	5.57	1.10	62.51-586.17	295.04	108.09

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

6、公司债评级市场份额

从公司债评级市场份额来看，2016 年联合市场份额 29.79%，位居第一；其次为中诚信，市场份额 27.44%；再次为大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”），市场份额 15.48%，三者合计占公司债评级市场份额的 72.71%。

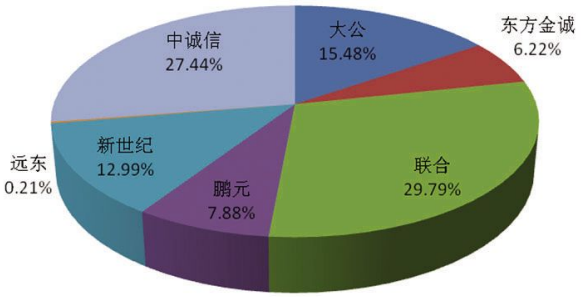

图 13　公司债评级市场份额情况

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

四、中期票据

2016 年共发行中期票据 908 只，比 2015 年减少 1.73%；累计发行规模 11448.10 亿元，比 2015 年减少 10.42%。

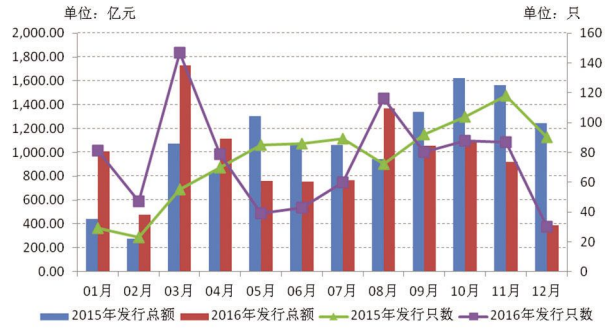

图 14　2016 年中期票据发行情况统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

1、中期票据发行人区域分布广泛，北京和东部沿海地区发行量大

就发行地区而言，2016 年中期票据的发行主导区域主要集中在北京和东部沿海地区。其中，北京以 3158.10 亿元的发行规模大幅领先于其他省市，随后是江苏省、广东省和上海市，西北、华中和东北地区的发行数量和规模均较少。

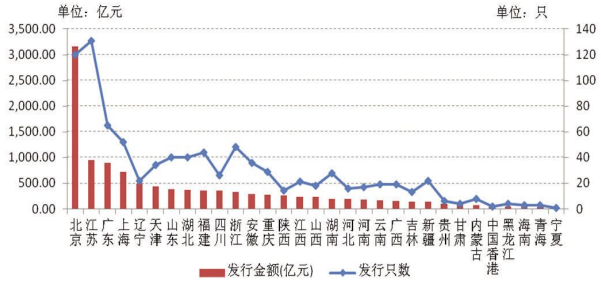

图 15　2016 年中期票据区域分布

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

2、制造类企业是主导发行行业

就行业分布而言，2016 年发行的中期票据分布在建筑业、制造业、综合业和房地产业等 17 个行业。其中制造类企业占比 21.50%，位居首位；其次为建筑类企业占比 17.86%；再次为综合类企业占比 15.88%。

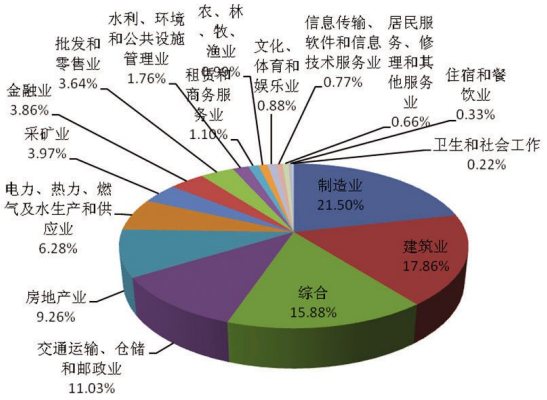

图 16　2016 年中期票据行业分布

注：按照中期票据发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

3、2–3 年期和 4–5 年期是中期票据的主力期限品种

就发行期限而言，2016 年发行的中期票据以 2–3 年期和 4–5 年期为主要品种，二者合计发行数量占比 91.85%，发行规模占比 91.11%。2–3 年期和 4–5 年期中期票据不论是发行数量还是发行规模都远高于其他期限的品种。

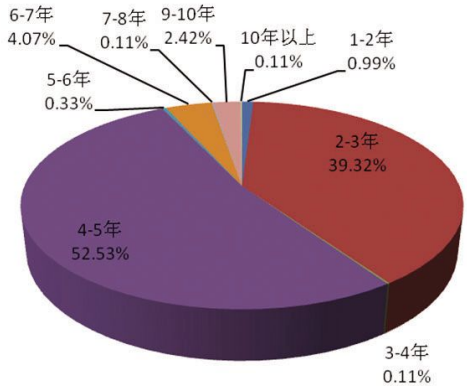

图 17 2016 年中期票据期限结构分布

注:按照中期票据发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、中期票据债项等级集中在 AA 级(含)以上

就债项级别而言,2016 年发行的中期票据仍以高信用级别为主。其中,AA 级(含)以上的债券共有 897 只,占比 98.79%;AA-级别的中期票据仅发行 3 只,占比 0.33%。

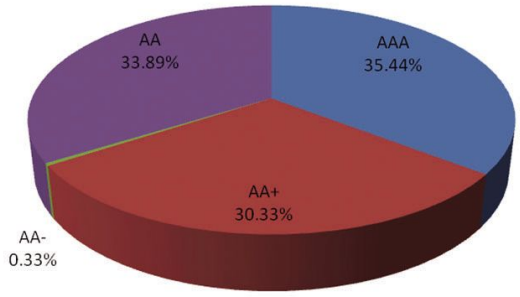

图 18 2016 年中期票据级别分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、中期票据发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016 年 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均发行利率分别为 4.38%、4.17%、3.92%,与上年的平均发行利率相比分别下降了 120BP、94BP、93BP。从信用利差上看,2016 年 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均利差分别为 176BP、155BP、130BP,与上年的平均利差相比分别缩窄了 71BP、48BP、43BP。

表 6 2015 年 5 年期中期票据各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	184	3.51-7.00	4.85	0.75	59.88-362.01	172.72	67.70
AA+	143	3.84-7.50	5.11	0.74	102.88-462.71	202.71	66.55
AA	158	4.06-8.00	5.58	0.79	127.16-489.93	247.12	70.99

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 7 2016 年 5 年期中期票据各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	165	3.04-6.80	3.92	0.84	40.45-436.33	129.85	83.05
AA+	166	3.21-5.80	4.17	0.57	72.41-322.73	154.89	54.36
AA	144	3.36-6.50	4.38	0.67	83.20-381.95	176.07	61.89

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、中期票据评级市场份额

从中期票据评级市场份额来看,2016 年中诚信市场份额 32.09%,位居第一;其次为联合,市场份额 29.90%,再次为新世纪,市场份额 17.96%,三者合计占中期票据评级市场份额的 79.95%。

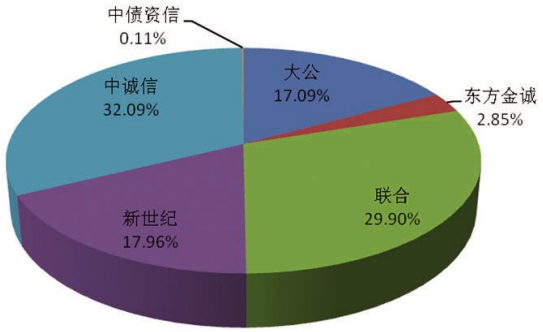

图 19 中期票据评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

五、短期融资券

2016 年,共发行短期融资券 2636 只,发行金额 33675.85 亿元,发行数量和发行规模

分别同比上升 3.62%和 2.65%。其中,超短期融资券共发行 1949 只，发行规模 27612.90 亿元。

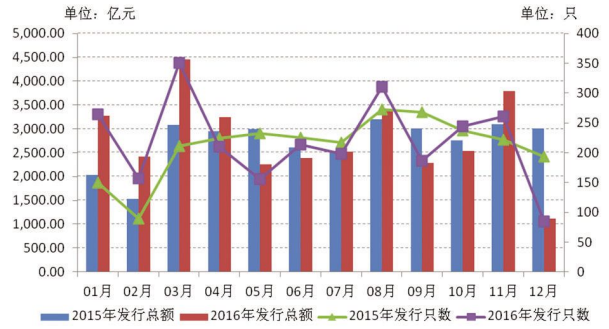

图 20 2016 年短期融资券发行情况统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、北京短期融资券的发行规模最大,东部地区为主要发行地

就区域分布而言,2016 年共有 32 个省(直辖市、地区)发行了短期融资券。其中,北京地区发行 488 只，募集资金 12492.20 亿元，发行数量和发行规模都领先于其他省市；发行规模排在第二位的是上海市 3155.65 亿元,接着是山东省 2309.00 亿元和广东省 2305.60 亿元。

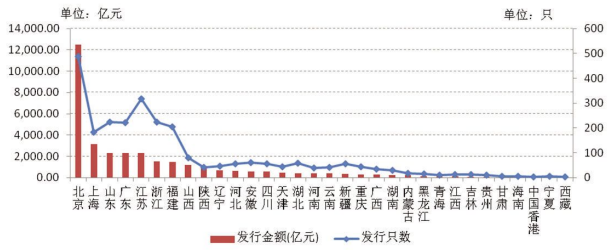

图 21 2016 年短期融资券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、短期融资券的发行人行业分布广泛,制造类企业居多

就行业分布而言，按发行数量统计，2016 年发行的短期融资券分布在制造类、综合类、市政类、公共交通类等 18 个行业。其中,制造类企业占比最多,为 28.11%,综合类企业占比 12.97%、电力、热力、燃气及水生产和供应类企业占比 12.82%、交通运输、仓储和邮政类企业占比 11.19%,其余行业占比较少。从发行规模看,制造类企业占比 25.56%,仍位列第一。

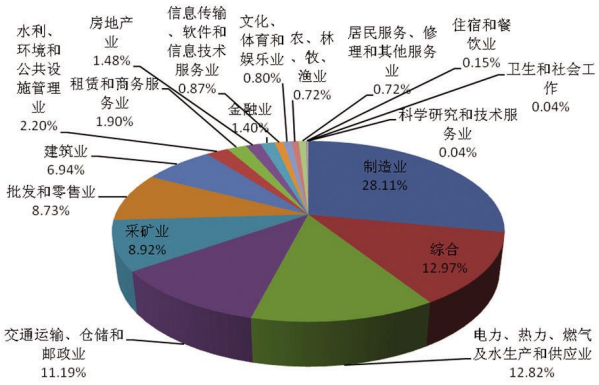

图 22 2016 年短期融资券行业分布

注:按照短期融资券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

3、270 天和 365 天短期融资券占比较高

就发行期限而言,2016 年短期融资券以 270 天和 365 天期限为主。其中,按发行数量来统计,270 天短期融资券占比排在首位,为 49.66%;365 天短期融资券排在第二位,为 21.32%。按发行规模来统计,270 天短期融资券占比仍然排在第一位，为 47.39%;365 天短期融资券的规模占比排在第二位,为 14.86%。综合 2016 年情况来看,270 天和 365 天短期融资券合计数量占比达 70.98%,合计规模占比达 62.25%。

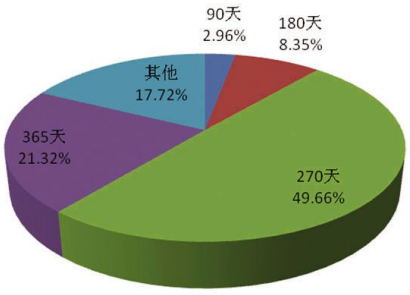

图 23 2016 年短期融资券期限结构分布

注:按照短期融资券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、短期融资券发行人信用等级普遍较高

2016 年短期融资券发行主体信用等级介于 AA-级至 AAA 级之间。其中,AAA 级发行 1138 只,AA+级发行 742 只,AA 级发行 726 只,AA-级发行 30 只,AA 级(含)以上合计占比 98.86%。

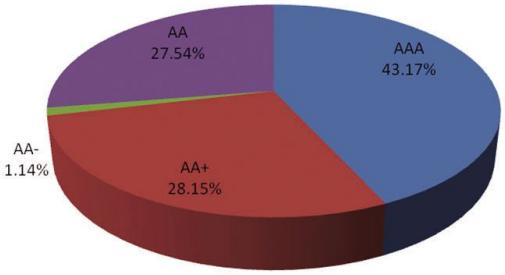

图 24 2016 年短期融资券主体级别分布

注:按照短期融资券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、短期融资券发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016 年 270 天主体 AA 级、AA+级、AAA 级短期融资券平均发行利率分别为 4.15%、3.48%、3.18%,与上年的平均发行利率相比分别下降了 56BP、71BP、54BP。从信用利差上看,2016 年 270 天主体 AA 级、AA+级、AAA 级短期融资券平均利差分别为 196BP、127BP、97BP,与上年的平均利差相比分别缩窄了 30BP、48BP、31BP。

表 8 2015 年 270 天短期融资券发行主体各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	442	2.8-5.5	3.72	0.67	42.98-314.01	128.48	49.48
AA+	270	2.99-7	4.19	0.70	66.12-388.02	174.65	58.37
AA	229	3.32-6.8	4.71	0.79	97.5-430.85	226.17	72.30

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 9 2016 年 270 天短期融资券发行主体各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	580	2.4-7	3.18	0.73	22.19-475.79	97.01	71.09
AA+	392	2.72-7.2	3.48	0.77	49.01-506.39	126.60	73.20
AA	339	2.8-7	4.15	0.99	64.98-490.44	195.50	97.08

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、短期融资券评级市场份额

从短期融资券评级市场份额来看,2016 年中诚信市场份额 36.98%,位居第一;其次为联合,市场份额 27.58%,再次为大公国际,市场份额 18.85%,三者合计占短期融资券评级市场份额的 83.41%。

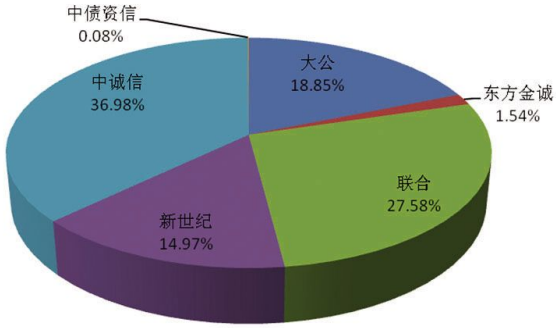

图 25 短期融资券评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理