

债市聚焦

第 21 期
总第 268 期
2018

政策指南

ABS 大类基础资产信披指引料近期出台

债市宏观环境趋紧 上交所多管齐下化解风险

央行决定适当扩大中期借贷便利 (MLF) 担保品范围

地方政府债券投资主体扩容 外资银行获准承销

上交所发布铁道债专项业务规则

深交所启用新版公司债券上市协议

中国结算：政府支持债券质押式回购折扣系数为 0.96

市场动向

环保门槛难迈 传统行业再融资取道可交债

首单高等教育系统 ABS 登陆上交所

破解长租公寓盈利困局 资产证券化料成突破口

金融租赁公司发债持续提速 发行利率跨入“5”时代

风险事件

“16 凯迪债”实质违约

联合视点

2018 年房地产行业运行一季报



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街
2号 PICC 大厦 17 层 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

政策指南

ABS 大类基础资产信披指引料近期出台

从接近监管人士处了解到，监管部门正在酝酿制定资产支持证券（ABS）大类基础资产信息披露指引，指引有望近期出台，以进一步规范 ABS 信息披露。进一步完善的信息披露制度，将进一步提升投资者的知情权，促进 ABS 投资者的风险管理。

信披指引或近期出炉

继 5 月 11 日上交所发布《资产支持证券定期报告内容与格式指引》之后，ABS 信息披露规范化建设有望再获推进。上述监管人士表示，多个监管部门已经达成共识，监管多方正协调统一大类资产证券化产品的准入标准和信息披露要求，近期会逐步推进 ABS 的监管制度建设，坚持以“真实出售、破产隔离”为核心推进资产证券化业务，发挥资产信用优势，避免 ABS 单纯成为企业加杠杆、扩大债务规模手段。

长江证券固定收益总部投资经理章凯恺表示，提高 ABS 发行人的资质门槛，强化信息披露，并要求中介机构有效监督发行人，可有效降低发行人与投资者的信息不对称。这对于优化和约束 ABS 发行人，从而切实维护市场秩序，保护投资者合法权益具有重要意义。一位信托业人士指出，完善的信息披露制度有利于投资者在 ABS 存续期进行风险管理，同时有助于提升 ABS 市场流动性，解决困扰 ABS 投资者的头号难题。

据悉，正在酝酿的政策还包括搭建 ABS 日常监管和风险处置体系，例如草拟《资产证券化业务日常监管和风险处置规则》、建立资产支持证券风险台账。此外，监管各方还在促成监管联动，公司债、ABS、IPO、并购重组等资本市场各环节以及其它资本市场业务力求监管信息共享，力求包含公司、高管的违法违规信息共享，实现监管联动。

“在严格资产隔离的情况下，基础资产产生的现金流只能归集到 ABS 的监管户，用于支付 ABS 本息。由于 ABS 对应基础资产，一旦发生违约，基础资产产生的现金流只能定向支付给 ABS 投资者。从法律上说，ABS 投资者权益有较好保障。”资深 ABS 从业者冯川表示。

业内人士表示，从数据上看，目前企业 ABS 发行数据企稳。冯川表示，目前 AAA 评级、主体好资产好的 ABS 品种基本都会超募。AA、AA+评级 ABS 募集困难，部分券商拿到交易所 ABS 发行确认函后，凑不齐申报的认购规模，处于尴尬境地，两极分

化较严重。

重点关注潜在风险

一位私募基金人士指出，ABS 投资面临的信用风险有两个方面：项目本身现金流的不确定性，以及项目出表的真实性和可靠性。目前来看，这两个方面都有潜在风险，需要重点关注。

章凯恺表示，投资 ABS 需注意基础资产质量必须严格把关，需要检验目标项目资产的真实合法性等要素。有了这个基础，再考虑相应的交易结构、基础资产的质量和相应的风险溢价补偿等细节。在非标资产被资管新规明确限制的背景下，ABS 的市场容量有望进一步提升，包括通过产品设计来有效连接长期资产和期限相对较短的理财等资金。行业方面，要密切跟踪国家有关政策导向，政策鼓励的行业有望继续享受较好的安全性和流动性，同时注意规避再融资风险较大的行业。

章凯恺认为，目前 ABS 整体的流动性溢价补偿依然较高，这可能是一个潜在的有利机会。考虑到交易所正通过协议式回购、三方回购等多种方式提高 ABS 的融资便利性，ABS 的流动性提高且流动性溢价随之降低可能是未来发展趋势。

他表示，发行人通过发行 ABS 来将资产盘活获现，本身可能是发行人进一步加杠杆的迹象，在整体经济去杠杆尚未结束的大背景下，这种行为本身就意味着一定风险。对于发行人的信用状况和其标的资产未来支付现金的能力，是否受到发行人经营变化的影响需谨慎考察。在条款设计时应充分考虑风险因素，达到保护资金方投资利益的效果。

（摘自中国证券报，叶斯琦，吴娟娟，2018 年 5 月 30 日）

[返回目录](#)

债市宏观环境趋紧 上交所多管齐下化解风险

近期，国内信用债市场需求继续弱化。交易所市场资金面整体较为平稳，现券收益率以上行为主，但部分短期流动性压力较大的民营企业以及负面消息较多的房地产企业相关债券，收益率上行幅度较大。总体来看，受宏观经济形势和金融去杠杆等影响，近年来企业融资渠道受到限制，融资成本有所上升，偿债压力不断增大。

对此，上交所债券业务中心有关负责人称，相较于其他市场而言，上交所债券市场公司债券未到期违约率仍处于相对低位，目前约为 0.2%。同时，上交所始终秉持积极应对严峻风险形势的理念，不断完善信用风险制度建设，提前部署相关风险防控措施，

全面加强公司债券信用风险监管。

市场风险偏好缘何降？

公开数据显示，2017年以来，我国信用债市场需求总体疲弱，净融资量低迷。进入2018年一季度末前后，市场情绪回暖，央行结构性降准推动需求释放，债券融资成本有所下降，信用债的供给量出现反弹。

然而进入5月后，信用债发行量再度回落。对此，业内人士分析称，这与上市公司补年报等季节性原因有关，但与往年同期相比，今年这一情况还与资管新规落地后需求弱化，尤其是信用事件频发导致市场避险情绪发酵、风险偏好降低有很大关系。

自律监管强调信披真实

证券时报记者从一些违约债券的投资者处了解到，他们希望有关部门在风险处置及偿债安排上，能适当向个人投资者倾斜。也有人认为，除了发行人应负的直接责任外，券商中介机构等受托管理人、相关地方政府，甚至交易所等前端审核、存续期监管部门，或也存在“不尽职”行为。

对此，法律研究人士表示，债券违约不能简单盯住个案本身，更不能认为就是交易所审核不严所致。虽然交易所负有自律监管职责，但监管的核心在于信息披露的真实和充分，最需要防范发行人刻意造假或者中介机构不尽职。而交易所方面主要还是文本审核与形式审核，更重在合法合规审核，并提示信息披露风险。

近年来，上交所始终高度重视信用债券风险防控工作，持续深化风险管理体系建设。2017年3月与2018年2月，上交所分别发布实施了《上交所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》及《关于进一步加强债券存续期信用风险管理工作有关事项的通知》，要求受托管理人完善自身风险管理体系，强化风险管理意识，尽早摸清风险底数，为2018年及以后的公司债券风险防控夯实基础。

近日，记者旁听上交所公司债券审核现场时发现，某只债券的发行审核是否通过，从最初的材料受理到文本审核，再到反馈会以及专家会环节，都需严格履行既定流程。只有融资部门审核人员一致通过后，才能进入到封卷审核以及最后的证监会审核环节。

记者此番参与体验的是“专家会讨论环节”。对于某只“小公募”债券，上交所专家阐述了发行人公司的基本情况，并重点针对与偿债能力有关的长期股权投资、有息负债、外部信用评级、营销金额、各类应收及应付账款等情况，分门别类做了介绍讨论。记者在现场看到，与会专家基本同意该债券发行审核通过，但仍严格要求公司后续补充

“与应付账款有关的信息披露，并补上与之有关的分类指标”。

风险化解需多管齐下

上交所债务业务中心负责人介绍，近几年，上交所通过风险监测、排查等多种手段，对涉及风险的债券及时干预，综合研判个债的不同风险特点，协助发行人及受托管理人制定有针对性的处置方案。截至目前，上交所已协调化解多只上市公司债券的兑付兑息风险。

另外，针对 2018 年到期兑付的债券，上交所已要求受托管理人对今年到期或回售债券中的重点行业、其他高风险发行人进行风险排查，评估债券风险，提前部署并落实风险管理工作。同时，在债券到期回售前 2 个月，加强对风险类、关注类债券的监测力度，督促受托管理人查明发行人偿债资金安排及投资者回售意愿。

上交所有关负责人告诉记者，对存在风险隐患的债券发行人及受托管理人，通过电话沟通、书面督促、书面问询、约见谈话等一系列监管措施，严格督促市场主体履行职责。对于经初步排查存在较高风险的债券，上交所将及时督促相关责任主体落实处置预案，为风险化解创造时间窗口。

“在总结违约案例处置经验时我们发现，个债适合的处置方式及程序路径均因债而异，需要根据发行人风险暴露时的经营、财务状况去做具体处理。因此，有关主体需要综合考虑发行人偿债意愿等因素，有针对性地制定风险化解处置方案。”该负责人说。

（摘自证券时报，朱凯，2018 年 5 月 31 日）

[返回目录](#)

央行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围

为进一步加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，并促进信用债市场健康发展，中国人民银行近日决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。新纳入中期借贷便利担保品范围的有：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款。

中国人民银行相关负责人表示，此前，MLF 操作接受国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券等作为担保品。此次新增的担保品主要包括：一是不低于 AA 级的小微、绿色和“三农”金融债券；二是 AA+、AA

级公司信用类债券，包括企业债、中期票据、短期融资券等；三是优质的小微企业贷款和绿色贷款。

在谈到此次扩大 MLF 担保品范围的主要考虑时，上述负责人表示，一是突出了小微企业债、绿色债以及小微企业贷款、绿色贷款并优先接受为担保品，有利于引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，缓解小微企业融资难、融资贵问题；二是在公司信用类债券方面，从以前只接受最高等级的 AAA 级债券扩大到接受 AA+、AA 级债券，有利于平等对待各类发债主体，促进信用债市场健康发展；三是增加了 AA+、AA 级信用债以及小微企业贷款、绿色贷款作为 MLF 担保品，可以在一定程度上缓解部分金融机构高等级债券不足的问题。

中国人民银行表示，将继续实施稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

（摘自金融时报，张末冬，2018 年 6 月 4 日）

[返回目录](#)

地方政府债券投资主体扩容 外资银行获准承销

日前召开的国务院常务会议确定，支持外资金金融机构更多参与地方政府债券承销。

“这是我国金融对外开放的重要内容，也是拓宽地方政府债券承销方式的重要途径。”吉林省财政科学研究所所长张依群表示，此举有利于促进地方政府债券发行方式改革和债券结构调整优化配置，让更多的外资能够参与到中国地方经济的发展中来，形成广泛参与、相互融合、利益分享、合作共赢的地方政府债券资源配置新格局。

事实上，对于政府债券业务，4 月 27 日，银保监会发布《关于进一步放宽外资银行市场准入有关事项的通知》，明确外商独资银行、中外合资银行可以依法开展代理发行、代理兑付、承销政府债券业务，无需获得国务院银行业监督管理机构的行政许可，应在开展业务后 5 个工作日内向监管机构报告。承销政府债券，包括承销外国政府在中国境内发行的债券。

财政部日前发布的《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》表示，将促进地方政府债券投资主体多元化，丰富投资者类型，鼓励商业银行、证券公司、保险公司等各类机构和个人，全面参与地方政府债券投资。鼓励具备条件的地区积极在上海等

自由贸易试验区发行地方政府债券，吸引外资金融机构更多地参与地方政府债券承销。

如何让更多的外资金融机构参与地方政府债券承销？张依群表示，首先，目前外资金融机构参与地方债券承销面临信息不对称问题，一方面，一些外资金融机构虽然对中国整体经济发展有普遍的认同基础，但对地方经济发展状况水平还缺乏充分了解。另一方面，地方政府债券发行还普遍停留在国内金融市场，缺少必要的对外宣传推介；其次，承销观念问题，地方政府债券发行在规模、节奏、利率、期限等方面市场化程度还需要进一步提高，债券市场和其他金融产品及衍生品的融合度不高；三是人才瓶颈问题，地方政府真正学金融、懂债券、会操作的人才较为缺乏，虽然经过几年的快速发展有了一些人才积累，但与国外先进的机构相比还有较大差距，国内金融市场、金融产品与国外市场缺乏有效对接。

张依群指出，拓宽地方政府债券发行渠道需要有一个发展演进的过程，短期内还很难实现实质性突破。建议加强地方政府债券的对外推介，让更多国际资本了解认识中国地方政府债券的信誉度、与国际资本市场利率的比较优势。同时，要加快转变地方政府债券市场化发行观念，倡导品种多样化、渠道多元化、手段市场化的发展理念，增强地方政府债券的灵活性和其他金融品的关联度和可替换性。此外，还要加强地方政府债券方面的人才培养和专业技能培训，通过专业人才素质提升达到地方政府债券发行质量提高的目的。其实，拓宽地方政府债券发行渠道关键在地方经济实力和發展能力、潜力，随着我国地方经济发展水平的不断提高，地方政府债券发行渠道将被国内外资本所接受。

（摘自证券日报，包兴安，2018年6月4日）

[返回目录](#)

上交所发布铁道债专项业务规则

为落实中国铁路总公司与上海证券交易所战略合作协议，做好中国铁路建设债券跨市场发行上市工作，拓宽铁道债投资主体，优化交易所债券市场结构，改善铁道债二级市场流动性，提升交易所债券市场服务实体经济能力，上交所6月1日发布《关于中国铁路建设债券上市交易有关事项的通知》，对铁道债在上交所的发行、上市流通、信息披露及持续管理等事项做出了具体规定。

《通知》一是明确了铁道债的上市交易安排，规定铁道债适用《上海证券交易所交易规则》《上海证券交易所债券交易实施细则》等业务规则，采取竞价、报价、询价和

协议交易方式，公众投资者和合格投资者均可参与交易，上市后可进行质押式回购并适用政府支持债券的回购折扣系数。二是规定了存续期的信息披露事项及披露具体要求，要求发行人披露年度财务报告、募集说明书约定披露事项及可能影响债务偿还能力的重大事项等事项，并对披露地点和披露时效做出安排。三是提出持续管理要求，明确了发行人持续期涉及含权条款的公告要求。四是规定了铁道债的登记、存管、结算及兑息兑付等事宜。五是明确对铁道债发行上市服务暂不收取费用。

上交所表示，将进一步推动铁路总公司所属符合条件的主体或资产在上交所开展债券融资和资产证券化，推动投资者广泛参与铁路总公司的融资，以适应高速发展的中国铁路事业对于资本市场的融资需求。

（摘自中国证券网，周松林，2018年6月4日）

[返回目录](#)

深交所启用新版公司债券上市协议

6月4日，深交所发布《关于启用〈深圳证券交易所公司债券上市（挂牌）协议〉和〈深圳证券交易所资产支持证券转让服务协议〉的通知》，将于6月18日起启用新版《公司债券上市（挂牌）协议》及《资产支持证券转让服务协议》（以下简称“新版协议”）。

深交所有关负责人介绍，此次修订，对原协议进行了全面优化和调整，主要涉及四方面内容。一是强化交易所自律监管职能。丰富了现场检查、收取惩罚性违约金、出具监管建议函等监管手段，补充了深交所对证券实施停复牌、作出暂停、恢复或终止其交易决定的重要职能。

二是充实信息披露和规范运作监管依据。明确了发行人及管理人应当诚实守信、规范运作，按规定履行还本付息、收益分配、按约使用募集资金、存续期信用风险管理、信息披露及其他相关义务，并确保信息披露内容的真实、准确、完整、及时、公平。

三是进一步体现了契约精神，明确了深交所与发行人、管理人应当共同遵守有关法律法规和业务规则，依法依规履行职能。同时，深交所还应当为公司债券及资产支持证券的发行、上市交易或挂牌转让、停复牌办理、还本付息或收益分配、信息披露业务提供设施、咨询以及培训等服务便利。此外，新版协议调整了争议解决条款，将原协议规定的指定仲裁管辖，调整为允许发行人和管理人自行选择争议解决方式。

四是进一步提高了自律监管公正性和透明度。新版协议规定，深交所建立自律监管

内部救济制度，保障发行人及管理人深交所相关重大自律监管决定申请听证、复核的权利。

此外，根据新版协议，发行人或管理人在深市有存续的公司债券或资产支持证券，其新增发行的公司债券或新增管理的资产支持证券一般均无须重新签署协议，经深交所认可的上市（挂牌）申请文件均可作为新版协议的一部分。而就当前存续期内的公司债券和资产支持证券，《通知》未要求重新签署上市/挂牌协议，已签署的协议可待相关证券到期后自然终止，降低发行人签署成本。

深交所有关负责人表示，除本次启用新版协议外，深交所已对固定收益类产品需要修订调整的其他规章制度进行了系统梳理，并于日前就《深圳证券交易所公司债券上市规则（2018年征求意见稿）》等规则面向社会公开征求意见。下一步，深交所将进一步发挥资本市场核心平台作用，切实扛起一线监管职责，持续维护公开、公平、公正的市场秩序，发展固定收益创新工具，拓宽企业融资渠道，切实服务实体经济高质量发展。

（摘自中国证券报，王兴亮，2018年6月5日）

[返回目录](#)

中国结算：政府支持债券质押式回购折扣系数为 0.96

近日，中国结算发布《关于政府支持债券开展质押式回购有关事项的通知》，明确认可政府支持债券作为中国结算可接受回购质押品，折扣系数取值暂定为 0.96，可参与质押式回购的适用范围包括通知发布之日起上市交易的政府支持债券。中国结算未来将视政府支持债券的市场表现和风险水平，根据实际情况对政府支持债券的折扣系数取值进行调整。

中国结算表示，此举旨在促进交易所债券市场的发展，支持政府支持债券在交易所市场发行和交易，符合《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017年修订版）》相关规定。

依据《国务院关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》第九点中“继续明确铁路建设债券为政府支持债券”，中国铁路总公司发行的铁路建设债券（简称“铁道债”）被认定为政府支持债券。中国结算表示，目前，在交易所市场发行和上市交易的政府支持债券仅有铁道债。未来如有新增其他政府支持债券将另行通知。

《通知》还明确，政府支持债券参照适用利率类债券标准纳入《债券质押式回购交

易结算风险控制指引》规定的相关风控指标计算。考虑到政府支持债券的政府机构证券属性，其折扣系数取值暂定为 0.96，这一取值介于国债、地方政府债、政策性金融债与信用债之间。

（摘自证券时报，江聃，2018 年 6 月 5 日）

[返回目录](#)

市场动向

环保门槛难迈 传统行业再融资取道可交债

股权融资减、债权融资增，A 股上市公司再融资的这一基调今年以来仍在延续。但是，与去年稍有不同的是，为了扶持引领经济转型发展的重要群体，监管层在定增融资方面给予一些新经济企业更多的支持。与之对应的是，那些传统行业的上市公司则选择了可交换债券这一融资工具，可交债的发行呈现井喷之势。这一现象并非偶然。相比以往，定增等主流再融资渠道的审核对环保方面的要求不断提升，而可交债的发行在环保方面并无硬性规定，导致相当一部分企业将可交债作为其再融资的优先选项之一。

可交债发行规模大幅提高

今年以来已有约 30 只可转债上市，合计发行规模超过 500 亿元。而去年同期的发行规模为 310 亿元，发行公司只有 3 家，其中仅一只光大转债的募资规模高达 300 亿元。而 2017 年全年共有 27 只可转债上市，合计募集资金 603 亿元。

同样，今年以来可交债的发行规模也远超去年同期。据统计，2018 年以来已发行的 17 只可交换债(按上市日期)总计融资 412 亿元，较 2017 年同期的 127 亿元大增 225%。此外，今年以来另有 20 多只可交债蓄势待发，预计融资规模超过 600 亿元。而 2017 年全年披露可交债发行预案的公司共 37 家，发行规模约为 340 多亿元。

传统企业借道可交债再融资

“可交债因其便捷的发行以及能同时满足股东融资和私募投资的需求，受到了越来越多公司青睐。不仅如此，由于可交债的发行人是上市公司具备公司形态的股东，而可转债则是由上市公司发行，因此可交债的监管门槛相对更低。”某券商固收研究团队负责人告诉记者。

可交债的发行与定增、重组等市场常见资本工具相比，监管明显宽松。例如，公募可交债要求“须经资信评级机构评级”，而私募可交换债无此要求。此外，也未有相关法律法规明确规定可交债的换股标的必须是盈利的上市公司股票，对发行人也无净资产要求。不过在公募可交债和可转债的发行审核中，发行人经营情况的约束要严格很多。

另一方面，在当前 IPO 及再融资对环保问题严格把控的背景下，可交债发行的相关条例中并未直接点明环保问题会影响到发行结果。以《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》为例，记者查阅文件全文，并未发现有关环保信息披露以及处罚等具体描述。

反之，在《上市公司证券发行管理办法》中，上市公司发行股票、可转债等则被明确要求，“应在最近 36 个月内财务会计文件无虚假记载，且不存在包括违反工商、税收、土地、环保、海关法律、行政法规或规章，受到行政处罚且情节严重，或者受到刑事处罚等情形。”

除此之外，可交债自身也具备一定的融资优势。发行规定显示，可交债由股东发行，需要将其持有的股权进行质押，相比股权质押贷款，其优势在于质押率较高。上述人士表示：“目前，公募可交债的折扣率为 7 折，私募可交债最高可达 100%，明显高于一般的股票质押融资的折扣率。从目前的态势看，私募可交债已与普通公司债、企业债一样，成为上市公司股东所选择的一项常规融资工具。”

从投资者的角度来说，可交债则是一种“保本+浮动收益”的投资品种。具体而言，转股前为债券，在不违约情况下，投资机构能够保本并获取一定的固定收益。若二级市场股价上涨，则可选择换股，享受换股带来的溢价收益。

部分发行人存在环保瑕疵

需要提醒的是，记者通过查阅部分高污染高耗能传统企业的可交债发行主体的处罚事例发现，其确实存在一定的环保问题。

比如韶钢松山，今年 2 月，公司披露 2018 年非公开发行可交换债券项目（20 亿元）已通过深交所审批，并获得符合深交所转让条件的无异议函（深证函【2018】64 号）。该可交债发行方公司控股股东宝武集团广东韶关钢铁有限公司也已设立相关可交换私募债质押专户。记者查阅韶关市环境保护局的信息发现，宝武集团广东韶关钢铁有限公司（彼时名为宝钢集团广东韶关钢铁有限公司）在 2015 年曾出现过 4 起环保处罚事件。其中，韶环罚字（2015）第 07 号文件显示，其新建的炉料结构优化之焦炉改建工程项目配套的水污染防治设施未经验收，主体工程即投入热负荷生产，被罚款 30 万元。

又如鞍钢股份今年3月披露，公司40亿元可交债的发行已经取得深交所出具的无异议函。而鞍山市环保局的相关信息显示，2015年，鞍钢股份控股股东鞍山钢铁集团有限公司存在6起环保处罚事项，包括对违反建设项目环境影响评价、建设项目“三同时”及验收制度的处罚，以及对料堆扬尘、排放有毒有害大气污染物等违法行为的处罚。

（摘自上海证券报，乔翔，2018年5月30日）

[返回目录](#)

首单高等教育系统 ABS 登陆上交所

5月30日，全国教育系统首单PPP资产证券化项目——国君资管山东财经大学莱芜校区PPP项目资产支持专项计划在上交所正式挂牌。分析人士指出，PPP资产证券化正迎来快速发展，有利于盘活相关资产，促进PPP项目由粗放发展向精益发展。除了政府方面积极的推动，各类机构也在加快布局PPP资产证券化。

此次发行的山东财经大学莱芜校区PPP项目资产支持专项计划，以山东财经大学莱芜校区PPP项目可用性付费的收费收益权为基础资产，总发行规模6.7亿元，期限10年，莱芜华瑞城投发展有限公司为原始权益人，上海国泰君安证券资产管理有限公司（简称“国泰君安资管”）为计划管理人和承销机构。证券分优先级和次级，优先级占比95%，优先级证券评级AAA。

从基础资产来看，山东财经大学莱芜校区PPP项目是全国高等教育系统首个PPP项目，也是财政部第三批国家级示范项目，由中国核工业华兴建设有限公司（简称“中核华兴”）和莱芜市、山东省采用PPP模式投资建设。

国泰君安资管总裁陶耿指出，近年来我国PPP高速发展的同时，也出现了一些不规范的问题。PPP资产证券化一方面有利于PPP项目存量资产的盘活，增加了PPP项目对社会资本的吸引力。另一方面，PPP资产证券化有利于进一步规范PPP项目运作，防止PPP异化为新的融资平台，更好的促进PPP模式的深远发展。PPP资产证券化对我国PPP领域乃至整个实体经济的发展无疑有着重大的积极意义。

对于教育系统“首单”PPP案例，中国核工业建设股份有限公司副总裁、中核华兴党委书记、董事长陈宝智指出，当前PPP项目正处在由粗放发展向精益发展、由低端向高端延伸的转变中，PPP项目规范发展必将带动PPP项目资产证券化蓬勃发展。

山东省莱芜市市委常委、组织部长张晓海称，该资产证券化项目，是深化莱芜市政

府和社会资本合作的具体举措，是推进 PPP 改革、盘活存量资产、提高基础设施运营效益的成功实践，对于莱芜拓展投融资渠道、引导和撬动各类社会资本参与城市建设必将起到重要的示范和推动作用。“上述项目既是莱芜融资模式的一次有益探索，也是政企合作、优势互补、互利共赢的创新实践”，莱芜市 PPP 项目管理中心主任张振新表示。

（摘自中国证券报，陈健，2018 年 5 月 31 日）

[返回目录](#)

破解长租公寓盈利困局 资产证券化料成突破口

银保监会日前发布通知允许保险公司可参与长租市场，明确险资参与长租市场对融资主体和项目主体的三大要求。此前，在持续的政策红利下，长租公寓已成各路资本追捧的投资标的。不过，长租公寓市场残酷的洗牌也在进行中，多个长租公寓品牌因经营不善而退出市场，运营和盈利模式仍是长租公寓普遍存在的难题。

专家表示，作为“重资产”的长租公寓，与资本的关系密不可分。要找到真正的蓝海，除需在服务、产品特色方面下工夫，资产证券化普遍被认为是未来的一条出路，而保险资金也可以通过购买此类资产证券化产品持续为长租公寓行业提供资金支持。同时，监管层必须严把“资产关”，避免房企借租赁住房政策“风口”过度融资。

盈利空间有待提升

中联前源不动产基金管理有限公司总经理何亮宇认为，目前，长租公寓运营处于发展的初步阶段，行业集中度偏低。对于布局长租公寓领域的企业来说，如何快速在亿万级市场占位，解决前期资金重压、回收期偏长，打造具有特色的运营品牌，建立差异化竞争优势，是亟待解决的问题。长远来看，必须要解决“投资回报率过低”的问题。

光大安石资产证券化业务负责人曾景认为，长租公寓盈利前景尚不明确，运营能力亟待提升。由于长租需求主要集中在人口密度相对较高的一二线城市，住宅类资产租售比太低，短期租金大幅提升空间有限。公寓类资产及部分商改住/租资产由于持有成本较低，是应该大力鼓励的长租公寓发展方向。

业内人士介绍，险资需要更多长期、稳定、收益较高的投资方向来进行保值增值，这与长租市场的未来发展相匹配。

资产证券化将成突破口

一位险企资管负责人认为，险资进入租赁市场，目前风险依然较高。这是因为目前

长租公寓运营机构、房地产投资基金是先将物业部分股权出售给保险公司等长期资金持有方，再协同后者共同发行 REITs。但运营物业年化收益仅为 3%-4%，其租金回报率低于保险资金长期投资回报预期值。因此，多数保险公司对长期持有运营项目的投资持谨慎态度。该负责人认为，刚入市试水的阶段，险资与政府、国企合作是大概率事件。此外，一些“重资产”运营的长租公寓企业或许是一个方向。此类项目由于有资产支持，风险相对可控。

何亮宇说，保利租赁住房 REITs、碧桂园租赁住房 REITs 等多单租赁住房 REITs 的成功落地说明，长租公寓发展方向是资产证券化。不同于传统的融资工具，REITs 以资产为标的进行资本运作，在盘活企业存量资产，将“资产池”转变为“资金池”，在有效解决“重资产”长租公寓投资回收周期过长的同时，为“重资产”企业打造后端退出平台，完善“重资产”企业“开发、持有、证券化退出”的全产业链模式，能够使企业在前端土地储备、开发等环节无“后顾之忧”。

毫无疑问，REITs 是持有“重资产”的企业布局租赁住房业务，甚至迅速占据租赁住房市场的重要投融资工具。

需严把“资产关”

何亮宇提醒，资产证券化是长租公寓行业完整商业模式不可或缺的一环，但必须把好“资产关”。对于真正布局租赁住房的企业、有真实良好租赁运营的资产，应持续鼓励和支持其证券化运作。同时，严把“资产关”也是避免“房企借租赁住房政策风口、过度融资”的有效方式。

何亮宇认为，在租赁住房市场及租赁住房证券化发展的初期，建议监管部门在项目落地审批时综合考量项目整体情况（如发行人资质、物业资产区位与品质、发行规模与估值比重、运营商发展规划等）以把握具体审核标准，既符合市场的实际情况，同时体现对行业的鼓励和扶持，以推动租赁住房行业健康发展。

李冰表示，真的想让普通投资人购买长租公寓类资产证券化产品，要看运营管理带来的增值。针对长租公寓资产证券化业务，需要关注经营能力，不能任其野蛮生长，只有运营管理真的具备条件的企业才能被认可去发行产品。

（摘自中国证券报，徐昭，程竹，2018 年 6 月 4 日）

[返回目录](#)

金融租赁公司发债持续提速 发行利率跨入“5”时代

去年以来，市场资金面持续紧张，金融租赁公司不可避免受到影响，出现“融资难”问题。为降低整体负债成本，一些公司积极调整负债结构，一方面“随行就市”地选择合适时机拆入短期同业资金，另一方面通过发行金融债等方式减小短期负债成本波动对业务的影响。

Wind 数据显示，2018 年前 5 个月，合计有 8 家金融租赁公司共发行 10 只金融债（含一只二级资本债），发行总规模达 285 亿元，同比增长 55.7%。其中主要为 3 年期金融债，平均发行利率已经由去年同期的 4.5% 升至 5.1%，进入“5”时代。

租赁金融债发行继续提速

延续去年以来的态势，租赁金融债发行继续提速。今年前 5 个月就有 8 家金融租赁公司完成 285 亿元金融债发行，其中 5 月份就有 5 只租赁金融债发行，合计规模达 159 亿元。今年发行的租赁金融债中，还包括长城国兴金融租赁 4 月下旬发行的 10 亿元二级资本债。这也是继去年 9 月份兴业租赁之后，第二家完成发行二级资本债的金融租赁公司。

值得注意的是，河北租赁、华融租赁 2017 年分多次发行绿色金融债，全年合计发行规模均为 20 亿元，但金租公司绿色金融债“破冰”之后，今年暂无其余公司跟进发行。“首先是成本因素，去年初的几单租赁绿色债发行成本相对还可以，但下半年的几单就有点高了，要以这个成本去寻找并且对接符合‘绿色’要求的业务，有一定难度。”一位华东地区大型金融租赁金融市场部人士表示。

租赁金融债发行提速，不仅得益于政策鼓励，也与金融租赁行业的快速发展紧密联系。截至目前，国内已有 69 家金融租赁公司完成开业（含 3 家金融租赁专业子公司），一方面，取得发债资格的金融租赁公司数量正在增加；另一方面，租赁资产规模的扩张，也对资金，尤其是长期资金提出了更大的需求。

据了解，金融租赁公司投放项目的期限通常在 5 年以上，从资产负债匹配的角度来说，应当融入长期资金，但考虑到长期资金价格高于短期资金，金融租赁公司一般会选借入低成本的短期资金，以获得更大利润。“但关键在于，目前无论是长期还是短期的钱都比较贵，而且都没有成本下降的趋势，这种情况下，能拿长期的资金是最好的，不容易出流动性风险，资金成本也相对稳定。”前述金融市场部人士认为。

负债成本持续走高

值得注意的是，今年金融租赁公司金融债发行期限仍以 3 年居多，且发行利率受市场利率影响，普遍高于 5%，高于去年整体水平。其中江苏租赁、外贸租赁今年 3 月和 5 月发行的 3 年期金融债，发行利率分别达到 5.5% 和 5.48%，而两家公司的主体评级、债券评级均为 AAA。

此外，每家金融租赁公司从大股东处获得的支持也有所不同，但大股东往往能够为旗下金租公司借款、发债提供信用背书。银行系金租公司更是如此，母行相对强大的金租公司债券发行规模往往更大，成本也相对较低。还有一些银行系金租公司，能够得到来自母行的业务资金支持。

“我们从母行获得的资金直接支持相对较少，业务开展的资金都是从市场上拿来的，所以成本相对较高，母行的资金起到的是一个平衡流动性的作用，相当于保底的钱，但从公开市场借款需要借用母行的信用评级和资质，也就是背书。”前述风险部负责人称。

他也预计，在货币政策没有大幅调整的基调上，未来流动性持续紧张，甚至进一步紧张仍是常态。“金融租赁公司（尤其是中小型公司）融资难的局面依然还要持续，现在强调的是择时融资——即在合适的时间以合适的成本融资。”

（摘自证券时报，马传茂，2018 年 6 月 4 日）

[返回目录](#)

风险事件

“16 凯迪债”实质违约

6 月 1 日，阳光凯迪新能源集团有限公司公告称，“16 凯迪债”付息日为 2018 年 6 月 2 日，因遇法定节假日，付息日顺延至 6 月 4 日。因受到下属上市公司债务违约、评级下调等负面影响，近期公司筹资能力受到负面冲击，直接影响了偿债能力。截至 2018 年 6 月 1 日，公司尚未足额支付本次债券 2018 年度利息至中国证券登记结算有限责任公司账户，涉及利息资金 12240 万元，本次债券构成实质违约。阳光凯迪新能源集团有限公司是上市公司凯迪生态环境科技股份有限公司的控股股东，后者所发中票“11 凯迪 MTN1”已于上月违约。

除了债券违约，凯迪生态还面临着多重债务风险的考验。日前债权人华泰联合称，凯迪生态是“10 凯迪债”发行人主要资产，发行人持有的凯迪生态股票被司法冻结事项将可能对发行人偿债能力产生重大不利影响，“10 凯迪债”偿付不确定性加大，提请投资者注意风险；债券违约还触发了 ABS 项目违约条款，恒泰证券日前在其官网发布公告，其管理的平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）（以下简称“凯迪 ABS 二期”）已触发提前终止事件。凯迪生态及时足额兑付此 ABS 项目的难度很大。

利空不断情况下，评级遭多机构轮番下调，大公日前将阳光凯迪新能源集团有限公司主体及“16 凯迪债”债项信用等级由 BBB+ 下调至 B。中诚信将凯迪生态环境科技有限公司主体评级信用和 16 凯迪 01-03 的信用等级由 AA 下调至 C。5 月 9 日鹏元也下调了公司主体长期信用等级和“11 凯迪债”信用等级。其中，将凯迪生态主体长期信用等级由 AA 下调为 C，同时将凯迪生态发行的“11 凯迪债”信用等级由 AA 下调为 BBB，并列入信用评级观察名单。

（摘自新浪财经，2018 年 6 月 4 日）

[返回目录](#)

联合视点

2018 年房地产行业运行一季报

根据 2018 年两会最新精神，房地产继续实行差别化调控，调控政策更长线，建立健全长效机制；2017 年末以来，较多二线城市相继发布落户新政，需求端呈现边际放松。

由于房企拿地积极性较高以及新开工意愿的修复，2018 年第一季度房地产开发投资增速有所上升，达近三年最高水平；但在资管新规落地、非标融资趋紧、开发贷审核标准提升、销售增速下滑的情况下，可预期房企到位资金增速仍将下滑，同时由于债务的集中到期，全国房企资金压力整体抬升，将制约开发投资增速。

分城市来看，受制于严厉的调控政策，一线城市景气度较低，在销售大幅下滑情况下，房企开工意愿较低，预期在一线城市销售增速将继续保持下行状态；受政策边际放松影响，二线城市景气度有所回升，表现为土地市场的火爆以及开工意愿的提升，预期二线城市销售情况将有所好转；三四线城市受相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政

策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求影响，销售增速下滑速度低于预期，维持较高的景气度，土地市场仍活跃，新开工维持上年节奏，但未来销售情况存在不确定性。

2017年，样本房企资产规模快速扩张，同时房企去库存压力有所下降，运营能力有所改善；行业整体利润空间扩大，盈利能力有所提升；样本房企货币资金和经营活动现金流入规模持续增长，但房企的销售回款率有所下降，将影响公司的经营现金流状况。同期，样本房企债务规模大幅增长，行业整体杠杆水平有所上升，且有一定集中偿付的压力，房企现金流管理重要性日益突出。

2017年龙头房企资产和存货规模持续大幅增长，行业集中度有所提升；龙头房企相较于中小型房企盈利能力维持较高水平；但大中型房企资产负债率、全部债务负担明显高于小型房地产开发企业，且2017年以来有进一步提高趋势。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/GvORDmuxOcT9TM-wOvoORw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商评级部供稿，2018年5月30日）

[返回目录](#)