

# 债市聚焦

第 39 期  
总第 286 期  
2018

## 政策指南

江苏出台绿色债券贴息政策

地方版化债方案抓紧制定 密集摸底后本月上报财政部

“杠杆已稳”背后：国企负债和地方隐性债务被有效控制

## 市场动向

前三季度七险企发债 445 亿元 16 家公司存续债评级稳定

首只基于“中国价格”的全球品牌人民币债券指数问世

信用债净融资额大幅回落 “信用风险保护”重现江湖

## 风险事件

“16 盛运 01” 因触发加速清偿条款违约

金玛集团“17 金玛 03”、“17 金玛 04” 双双违约

“18 华阳经贸 SCP002” 和 “18 华阳经贸 SCP003” 交叉违约

“12 宁夏上陵债” 本息兑付违约 合计 5.42 亿元

“17 华业资本 CP001” 违约

“10 川煤债” 违约

## 联合观点

年内第四次降准利好实体经济融资 可有限缓解债市信用风险

资产证券化存续期风险管理提示

房地产行业运行半年报

江苏出台绿色债券财政补贴政策，深入推进绿色债券发展

融资新政下的房地产债务专题研究



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

### 江苏出台绿色债券贴息政策

近期，江苏省发布《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》，将对绿色债券进行30%的贴息。

全文要点如下：

- (1) 暂停对环保等级红色、黑色企业的贷款。
- (2) 奖励绿色企业上市和再融资活动。
- (3) 对绿色债券，绿色ABS提供30%的贴息。
- (4) 对中小企业绿色信贷第三方担保机构提供1%的风险补偿。
- (5) 奖励绿色债券第三方担保机构。
- (6) 建立中小企业绿色集合债担保风险补偿机制。

(摘自绿交所，2018年10月10日)

[返回目录](#)

### 地方版化债方案抓紧制定 密集摸底后本月上报财政部

地方债风险防范攻坚战正在打响。据悉，当前，地方层面正在密集摸底债务情况，紧锣密鼓制定地方版化解地方债风险的方案，并将于本月底前集中上报财政部。

此前，多地已经启动了统计摸底的系统工作，为全面摸清地方政府隐性债务底数及相关资产情况，防范化解地方政府隐性债务风险提供保障。“此次是对隐性债务的总量、类别、结构、地区、用途等全面摸底进行统计，并将相关情况于10月底前上报财政部，还要制定化解存量债务的实施方案。”一位地方财政系统人士指出。

在摸底统计的同时，地方层面也开始制定方案，采取多项举措规范政府举债行为。据了解，本轮债务处置的总体路径已经明晰：一方面，化解存量债务；另一方面，牢牢守住防范风险的底线，严控增量。包括严禁违法融资担保、以PPP或者政府采购的方式变相举债、把控好新增项目融资金融“闸门”等。

当前地方层面的举措包括完善预算管理，强化责任和问责，推动地方政府债务信息

化公开，推动平台企业市场化转型等。

例如，河南省郑州市制定了《郑州市政府性债务管理办法》，将存量政府债务全部纳入预算管理，筹集资金保障到期债务及时足额偿还，制定债务风险防范化解三年方案，确保每笔债务对应有偿债来源，严守违法违规举债担保和到期债务拖延违约两条红线不能踩。

陕西省9月28日印发《陕西省政府债务管理绩效评价暂行办法》，明确将运用绩效管理理念，建立科学合理的指标体系，由省财政厅对各市县债务管理工作进行评价。将重点考核各市县债务风险控制情况，综合考虑债务管理规范程度、债务管理能力建设等情况。

此外，重庆市开州逐笔清理核实未纳入政府性债务系统管理的公益性项目债务，明确区政府和平台公司的偿债责任。对全区国企公益性资产进行全面清理核查，有序推进剥离工作，妥善处理资产与债务关系。加大对平台公司的整合力度等。

事实上，十八大以来，我国一直严控地方债务风险。财政部等部门层面纷纷出台政策，筑起防范隐性债务风险的“篱笆”。

就在前不久，财政部网站还发布两项通报，对湖南省邵阳市、湘阴县和长沙县违法违规举债问题，以及8家金融机构违法违规行为的处理情况作了说明。

今年以来，财政部已经先后通报了安徽、宁波、云南、广西等地违法违规举债担保问题，释放严惩问责的高压信号。财政部方面此前表示，持续保持高压监管态势，建立健全跨部门联合惩戒机制，严肃问责地方政府、国有企业、金融机构、中介机构违法违规融资担保行为，做到终身问责、倒查责任。

“防范债务风险刻不容缓，要放在国民经济整体格局下综合考虑债务与高质量发展的内外关系，从去杠杆的政策体系的全局中优化、考虑。”社科院中国财经战略研究院副研究员蒋震表示，从根本上要建机制，特别是用预算管理的手段按照依法治国的要求来建立化解机制，并完善常态化管理机制。

（摘自经济参考报，孙韶华，2018年10月12日）

[返回目录](#)

## “杠杆已稳”背后：国企负债和地方隐性债务被有效控制

从年初的去杠杆，到如今的稳杠杆，是内外部环境变动下的政策调整。我国杠杆率虽仍有所上升，但上升速度明显下降，杠杆率趋于稳定，包括国企、地方政府杠杆率都有所下调。

多位分析人士表示，货币政策的调整，主要为满足实体经济融资需求，部分地方政府、民企等杠杆率未来会有所上升。货币政策虽有空间，但积极财政政策应该扮演更重要的角色，重点应放在减税降费上。

### 从去杠杆到稳杠杆

我国去杠杆取得一定进展，国企去杠杆成效尤为明显。统计局数据显示，8月末，规模以上工业企业中的国有控股企业资产负债率为59.3%，同比降低1.4个百分点。

易纲表示，我国杠杆率出现结构性优化，国有企业的杠杆率在下降，地方债通过置换等措施降低了成本。

2018年我国整体杠杆率并未下降。社科院国家金融与发展实验室最新报告显示，今年二季度末，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2017年末的242.1%增加到242.7%，上升了0.6个百分点，基本保持稳定。

9月23日，国际清算银行（BIS）数据显示，我国从2016年中期开启去杠杆以来，中国私人非金融企业债务占GDP比重在今年一季度出现回升，今年一季度为164.1%，较去年年末提高了3.8%。

“总体宏观杠杆稳住，主要体现在国企杠杆没有增加，居民杠杆的增速在放缓，资管新规的出台对影子银行尤其是表外杠杆进行了一定消解，相应风险有所下降，整体宏观杠杆没有明显上升。”东方证券首席经济学家邵宇表示。

9月26日，央行货币政策委员会三季度例会信号显示，把握好结构性去杠杆的力度和节奏，促进经济平稳健康发展。

### 部分杠杆率可能回升

今年以来，央行连续四次降准，支持实体经济融资的意图很明确。连续四次降准，也引发政策是否会走向宽松的担忧。

易纲表示，中国广义货币M2的增速目前为8%多，与名义GDP增速基本相当；社会融资规模增速约为10%，也处于合理水平。综合上述因素，可以得出中国货币政策维持稳健中性的结论。

7月末，中央政治局提出稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的政策目标，各部委和地方政府迎来一波密集政策调整。如发改委、交通部、民航局以及地方发改委，纷纷推出重大基础设施投资项目，鼓励民间资本积极参与。

### 政策重点应转到减税降费

我国去杠杆取得进展，地方债务风险也得到有序防控，后续要兼顾稳基建与防风险工作，对地方政府提出更高的要求。目前各地正在积极统计隐性债务数据，并制定化解隐性债务的方案。

前些年流动性宽松，资金较多投向地方融资平台，加剧了隐性债务的膨胀。“今年稳基建，主要通过加快专项债券的发行和使用的方式进行。流动性的释放，部分资金自然会流到融资平台，但这轮化解隐性债务工作明确提出不允许进一步加杠杆。”吉林省财政厅财政科学研究所所长张依群表示。

“现在地方融资平台的融资环境有所改善，部分平台可以通过贷款、发债等实现到期债务的借新还旧。地方政府在积极制定化解隐性债务的方案，包括划转部分能产生经营性收益、特许经营权的资产，充实融资平台，这样就能不依靠政府信用、而是以市场化的方式从银行借贷。在不增加地方隐性债务的前提下，融资平台融资改善也能一定程度上支持地方基建投资。今年稳基建的财政、债务资金，应该仍是年初确定的额度，年内不会新增资金，政策转向减税降费的空间较大。”中国财政科学研究院金融研究中心主任赵全厚表示。

张依群也表示，积极的财政政策要更积极，主要在于出台更大规模的减税降费举措，同时需要压缩政府一般性支出，优化政府支出结构等。

10月8日，财政部部长刘昆接受媒体采访时表示，全面落实已出台的减税降费政策，同时抓紧研究更大规模的减税、更加明显的降费措施，真正让企业轻装上阵、放手发展。

（摘自 21 世纪经济报道，周潇泉，2018 年 10 月 16 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 前三季度七险企发债 445 亿元 16 家公司存续债评级稳定

今年以来，险企频频通过发债补充资本，资本补充债也成为险企提高偿付能力充足率、补充现金流的主要手段之一。

从行业发债整体情况来看，今年前三季度，有7家险企获批发行债券，累计金额达445亿元。而同期，险企获批的股东增资额仅218亿元，股东增资额不到发债额一半。

#### 发债是股东增资的两倍

今年以来，我国保险公司境内新发债务规模大幅回升。对比来看，今年前三季度险企发债额更是险企股东增资额的两倍有余。

从发债情况来看，由于保险业务特性及监管对保险公司债务融资上限的严格控制，加上2017年以来利率上行趋势，去年险企的债务融资需求仍呈上升态势。

今年以来，受前两年行业改革转型积累的压力和资本需求的逐步加大，险企境内发债情况大幅回升。今年前三季度险企合计发债445亿元，已经超过去年全年的349.5亿元。

实际上，2015年1月份，央行和保监会联合下发《保险公司发行资本补充债券有关事宜》，明确了保险公司或集团发行资本补充债券的具体要求。自此以后，保险公司发债的情况屡见不鲜。2015年放开资本补充债后，有13家保险公司获批，累计发债规模801亿元；2016年规模大幅减少，仅有4家保险公司获批发债295亿元；到2017年，这一数字又增加至349.5亿元。

从今年不同险企发债规模来看，保险集团发行规模最大，人身险公司发行规模次之，财险公司再次之。从债券类型来看，上述险企发行的均为10年期可赎回资本补充债券。

整体来看，上述7家险企发债主体中，大型保险集团等国企发债规模较大，外资险企发债规模较小，这也符合监管对险企发债条件的限制。

银保监会此前下发的《保险公司资本补充管理办法（征求意见稿）》规定，保险公司申请公开发行资本补充债券，应当具备以下条件：具有良好的公司治理机制；连续经营超过三年；上年未经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币10亿元；偿付能力充足率不低于100%；最近三年没有重大违法、违规行为；银保监会要求的其他条件。

### 存续期债券评级多数“稳定”

从目前国内险企存续期债券的整体情况来看，联合信用评级有限公司近期发布的《2018年下半年中国保险行业信用风险展望》表示，截至2018年6月末，我国保险公司存续债券共64只，包含39只次级定期债券（含次级定期债务，下同）和25只资本补充债券，合计存续规模2249.43亿元；除1只次级定期债券期限为15年期外，其余63只债券的期限均为10年期。

从债券到期期限分布来看，2024年~2026年，以及2028年将是债券到期的高峰期，到期规模分别为356.03亿元、654亿元、440亿元和420亿元，占存续债券总规模的比重分别为15.83%、29.07%、19.56%和18.67%，到期分布结构相对分散。

从存续债券的主体级别来看，截至2018年6月末，我国财险公司存续债券涉及的主体有37家，根据Wind资讯数据，已知主体信用级别的有22家，其中AAA的有14家，AA+的有4家，AA的有3家，AA-的有1家，发债主体信用品质整体较好，且较上年无级别变化；发债主体中除安邦人寿因被接管而维持“负面”的评级展望外，其余主体展望均为稳定。

（摘自新浪财经，2018年10月12日）

[返回目录](#)

## 首只基于“中国价格”的全球品牌人民币债券指数问世

首只基于“中国价格”的全球品牌人民币债券指数正式诞生。10月12日，中央结算公司所属中债金融估值中心有限公司（简称“中债估值中心”）与全球金融信息服务商IHS Markit在上海联合发布中债iBoxx指数。这是首只运用中国债市基准价格来打造的全球品牌人民币债券指数，也是境外领先金融信息服务商与境内权威人民币基准价格平台的首次合作。

此次发布的中债iBoxx政府债及政策性银行债指数，以境内发行的国债、政策性金融债和央票作为成分券计算，能够向境外投资者提供一整套指数指标和成分券指标。

### 以“中国价格”打造全球品牌

运用“中国价格”编制全球品牌指数是此次合作的创新之举。与国际指数供应商编制的中国债券指数不同，中债iBoxx指数使用中债估值作为唯一价格源进行指数计算，可更加公允、客观地反映人民币债券市场的价格变化，使境外投资者能够更好捕捉交易

机会、准确计量风险、进行核算记账。

“此次合作开发出独一无二的债市指数，将向全球提供中国在岸债券市场价格基准指标。” IHS Markit亚洲区总裁Shane Akeroyd表示，“该指数将帮助共同基金、ETF和国际投资者更好地进入中国债券市场，分享这个规模庞大且持续增长的市场中的机遇。”

与国际标准的接轨，使得中债iBoxx指数更为全球投资者所接受。中债估值中心董事长白伟群指出，中债iBoxx指数遵照国际证监会组织(IOSCO)和欧盟基准监管(BMR)的标准，聚焦境外投资者高度关注的政府债及政策性银行债券，有望成为国际投资者进入中国债市的可靠基准和有效工具。

其定价影响力也将逐步显现，金鹏辉表示，中债iBoxx将与上海银行间同业拆放利率(Shibor)、上海关键收益率(SKY)等其他“上海价格”一道，共同构建起相互呼应的人民币定价体系，进一步增强上海国际金融中心的定价力、影响力和辐射力。

### 吸引境外被动投资

在中国债市扩大对外开放的大背景下，国际投资者迫切需要寻找到一个有效的人民币债券指数投资标的，以进入中国债券市场。

中债iBoxx指数正是提供了一种渠道。金鹏辉认为，中债iBoxx有望吸引更多以被动投资见长的养老金、保险公司等大型境外机构投资。同时，借助合作方IHS Markit公司的海外营销渠道，使更多境外机构和投资者了解中国债券市场，吸引更多境外投资者和国际资本进入中国债券市场，进一步助推中国债市对外开放。

而在市场人士看来，未来人民币债券指数化投资的市场将迅速成长。“今年是变革之年。”富国基金固定收益投资部及固定收益策略研究部总经理黄纪亮认为，今年资管新规、理财新规陆续出台，打破刚兑，净值化管理是不可逆的趋势。指数化投资的星星之火已经燃起，未来指数化产品会越来越多。

(摘自上海证券报，2018年10月13日)

[返回目录](#)

## 信用债净融资额大幅回落 “信用风险保护”重现江湖

今年以来，信用债违约事件频现，部分企业“借新还旧”难以为继，融资压力增大。在此背景下，信用风险缓释凭证(CRMW)重现江湖。

据上海清算所披露，9月，中债信用增进投资股份有限公司公布了创设信用风险缓

释凭证的相关材料。这距上次信用风险缓释凭证的使用已过去两年之久。业内人士称，信用风险缓释凭证的再现或和近期企业信用风险释放有关。

### 9月净融资额大幅回落

8月信用债发行回暖，在资金面保持合理充裕状态带动下，发行利率整体下行。然而，受地方债供给冲击、违约事件等因素影响，其行情出现调整，当月各期限、各等级信用债收益率多数走高。

9月，调整行情加剧，货币政策传导路径仍待打通。据统计，截至月末，国内非金融企业信用债，包括企业债、公司债、中期票据、短期融资债、PPN等，共发行7828亿元，总偿还量约6968亿元，市场净融资约860亿元，和8月相比，净融资额大幅回落。

申万宏源固收分析师孟祥娟认为，信用违约压力预计到2019年底之前都不会有根本性好转，低等级的违约风险将进一步暴露。她指出，政策转向宽信用虽然将一定程度上缓解实体融资问题，但效果显现仍需时间，明年风险在于盈利下行，受“债务到期量大+再融资分化+财务费用滞后影响+经济下行承压”等因素影响，信用违约压力大增。

可以看到，地方国有企业信用债市场的净融资仍明显强于民营企业，民营产业债净融资已连续5个月处于负值区间，国信证券固收分析师董德志等人分析，在当下紧信用的背景下，需关注低资质特别是民营企业产业债存在的信用风险。

### 信用风险缓释工具重出江湖

10月12日，中债信用增进投资公司在上清所公布了一则信用风险缓释凭证(CRMW)预配售公告，公告显示，本期凭证参考实体为浙江荣盛控股集团，标的债务为所发超短期融资券“18荣盛SCP005”，预配售创设总额为1亿元，期限为270天。

杭州银行也于近日发布了以“18红狮SCP006”作为标的的信用风险缓释凭证材料。兴业研究固定收益分析师梁世超称，“目前来看，CDS和CLN（信用联结票据）等信用风险工具并未有效起到风险缓释的作用，导致机构对这类工具不青睐。但若一些制度因素解决、市场深度加深，信用风险对冲类产品还是有不少需求的。”

（摘自一财网，段思宇，2018年10月15日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### “16盛运01”因触发加速清偿条款违约

日前，盛运环保公告称，“16盛运01”触发加速清偿条款，公司未能按期足额兑付“16盛运01”本息。

“16盛运01”发行规模为5亿元，期限为3年，附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为7.7%，起息日为2016年8月2日。

根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的数据，“16盛运01”的回售数量为500万张，回售金额5.385亿元（含利息），剩余托管量为0张。

2018年8月2日为原回售资金发放日，经两次延期，“16盛运01”回售兑付日更改为2018年12月14日，并附有加速清偿的触发条款：延期期间，公司发生“18盛运环保SCP001”或“17盛运01”违约情形时，本期债券加速清偿、在事件发生当日（即加速清偿日）立即到期，公司应在加速清偿日后的两个交易日内兑付截至加速清偿日的应付本息。

2018年10月9日，公司未能兑付“18盛运环保SCP001”本息，因此，“16盛运01”触发加速清偿条款，应在2018年10月11日前兑付。

盛运环保称，由于公司生产经营困难，出现了债务到期未能偿还、银行账户被冻结、清欠解保进展缓慢、评级连续下调等较多重大不利事项，流动性极为紧张，导致公司无法于2018年10月11日前兑付“16盛运01”应付本息。

（摘自每日经济新闻，2018年10月12日）

[返回目录](#)

### 金玛集团“17金玛03”、“17金玛04”双双违约

10月12日，大连金玛商城企业集团有限公司（以下简称“金玛集团”）发布公告称，公司发行的“17金玛03”不能按期足额支付利息。

公告显示，金玛集团应于2018年10月12日支付“17金玛03”2017年10月12日至2018年10月11日之间的利息。但截至兑付日日终，金玛集团未能按照约定筹措足额偿付资金。

“17金玛03”发行规模3.15亿元，发行期限4年，票面利率（当期）为7.3%，每年付息日为10月12日（节假日顺延）。

对于违约的原因，金玛集团表示，原因在于公司近日资金周转出现困难。同时，金玛集团称，公司目前正在积极通过各种渠道筹措资金偿还债务。同时也积极与其他各方协商妥善的债务解决办法，努力达成债务延期、和解方案。公司内部将通过压缩开支、资产处置、寻求地方政府支持等各项措施全力筹措偿债资金，减轻公司资金压力。

值得注意的是，“17金玛03”、“17金玛04”均应于10月12日付息。主承销机构光大证券在接受采访时表示，两期债券都发生了违约。后续安排正在进行当中，将按照标准程序，召开债券持有人会议。

（摘自每日经济新闻，2018年10月12日）

[返回目录](#)

## “18 华阳经贸 SCP002”和“18 华阳经贸 SCP003”交叉违约

上海清算所日前发布公告称，中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“华阳经贸”）未能于2018年9月30日按期足额兑付“15华阳经贸MTN001”本息，已构成实质性违约。

根据《中国华阳经贸集团有限公司2018年度第二期超短期融资券募集说明书》和《中国华阳经贸集团有限公司2018年度第三期超短期融资券募集说明书》中关于交叉违约（保护）条款的约定，鉴于“15华阳经贸MTN001”违约事件发生，该事项已触发“18华阳经贸SCP002”及“18华阳经贸SCP003”的交叉保护条款约定情形。

针对债券违约问题，华阳经贸集团相关人员解释称，出现违约的“15华阳经贸MTN001”是“3+2”共五年期模式，首期快到期时公司很重视，但与承销商之间出现沟通不顺畅的情况。未来公司会继续与相关债权人协商达成和解方案，尽快向投资人支付本金和利息，从根本上保障投资人权益。

（摘自上海证券报，2018年10月13日）

[返回目录](#)

## “12 宁夏上陵债”本息兑付违约 合计 5.42 亿元

宁夏上陵实业（集团）有限公司今日公告披露，由于受到多重因素的影响，导致公司原定的偿债资金安排未能如期到账，公司在发生相关情况后，积极努力争取各方力量

支持，但未能形成有效的解决方案，导致公司未能按照相关约定期限向“12宁夏上陵债”托管机构进行划拨偿债资金，致使公司未能如期按时兑付本期债券本金及利息，本息合计54200万元。

（摘自中国证券报，2018年10月15日）

[返回目录](#)

## “17华业资本 CP001” 违约

北京华业资本控股股份有限公司发行的“2017年度第一期短期融资券”应于10月15日兑付。截至兑付日营业终了，华业资本未能按照约定将“17华业资本CP001”5.36亿元的兑付资金按时足额划至托管机构，已构成实质违约。

其公告显示，“17华业资本CP001”的发行规模为5亿元，发行利率为7.20%，到期应兑付的本息为5.36亿元。至于违约原因，该公司表示，因为未能筹集到期偿付资金。

华业资本目前仍存续的债券还有三只，分别是5亿元的“15华资债”，还剩0.7亿的“16华业02”，13.46亿的“15华业债”。

（摘自搜狐财经，2018年10月16日）

[返回目录](#)

## “10川煤债” 违约

10月15日晚间，川煤集团发布公告称，“由于川煤集团资金链紧张，未能按期足额偿付“10川煤债”本金3.5亿元，仅能兑付当期利息。”“10川煤债”发行于2010年，总额5亿元，8年期，债券票面年利率为5.20%，在债券存续期内前5年固定不变。

公司表示，当前资金链紧张，虽经多方渠道筹措资金，但截至2018年10月15日，公司未能筹集足额偿付资金，“10川煤债”不能按期足额偿付本金，仅能兑付当期利息。后续将通过多种途径积极筹措资金，尽快完成“10川煤债”本金兑付。这已经是川煤集团自2016年至今第九次债券违约。2016年6月，川煤集团发行的一年期10亿元短期融资券“15川煤炭CP001”，到期未能偿付。

（摘自财联社，2018年10月17日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 年内第四次降准利好实体经济融资 可有限缓解债市信用风险

为进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度，中国人民银行决定，从2018年10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。根据央行测算，此次降准共释放资金约1.2万亿，其中大约4500亿元用于偿还10月15日到期的中期借贷便利，可释放增量资金约7500亿元。

这是今年以来的第四次降准，1月央行对相关贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行降准0.5或1个百分点，主要为更好引导金融机构发展普惠金融业务；7月定向降准0.5个百分点以进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度；4月以及此次均降准1个百分点，置换MLF的同时释放部分增量资金。虽然此次是年内第二次“普降”1个百分点，但并不意味着未来降准幅度将进入“1时代”，因为降准频率和幅度均是央行在对经济增长、融资环境、通胀和汇率情况等多因素综合考量下决定的，目的是为经济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。

在全球经济缓慢复苏以及中美贸易摩擦不断升级的背景下，我国经济增长面临的挑战和不确定性均有所增加，同时经济去杠杆和金融强监管使得企业融资渠道收紧，实体经济的发展受到了一定的不利影响。此次降准有利于维护未来市场资金面的相对稳定，降低银行的负债成本，进而降低企业融资成本，支持实体经济的发展。而此次降准时间正值美国9月27日宣布再次加息25个基点后不久，中美货币政策的分化表明我国监管层采取独立的货币政策以应对国内经济下行压力。

在本轮经济去杠杆和金融强监管的经济金融结构性调整过程中，小微企业、民营企业 and 过于依赖债务融资企业，无疑是受到冲击最大的市场主体。其中小微企业和民营企业是吸纳劳动力多、创新活力很强的市场主体，对我国经济的高质量发展具有不可替代的作用。在一些国有大中型企业受益于结构性调整生产经营积极向好的情况下，小微、民营等企业仍面临着融资难融资贵的问题，甚至在融资环境趋紧背景下发生资金链断裂、债券违约。此次降准释放的增量资金，或将增加金融机构支持小微企业、民营企业和创

新型企业的资金来源，支持其发展。

关于此次降准对债券市场的影响，从流动性角度来看，当前稳健中性的货币政策没有变化，此次降准是两种流动性调节工具的替代加上税期对冲，银行体系流动性总量基本没有变化，但定向调控或有利于改善小微企业、民营企业和创新型企业的流动性状况。从利率走势来看，8月以来市场利率水平略有上行，由于存款准备金利率（1.62%）低于当前MLF利率（3.30%），再加上增量资金的释放，将有利于稳定市场利率预期，利好实体经济融资。从债券市场违约角度来看，此次降准有利于实体经济融资、稳定市场预期，一定程度上可能会缓解市场对信用风险加大的担忧。部分综合实力较强、具有先进技术和良好管理的民营企业，在以前信用宽松、融资渠道较多的环境下，普遍有过度扩张和盲目举债的倾向，致使资产负债率提高而偿债能力并未同步提高，这种企业在面临去杠杆、限制非标融资背景下短期资金链紧张，在降准支持实体经济融资背景下这类企业更可能获得银行信贷支持，从而避免违约。但对于行业信用风险偏大且自身竞争力较弱、经营不善的民企来说违约风险仍较大。

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年10月10日）

[返回目录](#)

## 资产证券化存续期风险管理提示

2014年，我国（大陆）企业资产证券化放开后，发展迅猛。据CNABS数据，2014~2017年企业资产证券化发行单数和发行规模年均增速分别为109.17%和116.81%，2017年达到536单，发行规模8856.99亿元。企业资产证券化的产品类型也不断丰富，例如2015年出现的股票质押回购、两融债权资产证券化，2016年出现的CMBS资产证券化，2017年出现的供应链资产证券化。2018年上半年发行规模同比进一步增长。

伴随着企业资产证券化的发展，证券存续期间的风险事件也陆续出现，风险点主要体现在交易安排、底层资产和增信主体等方面。

基于交易安排的风险关注包括现金流归集流程是否按约定进行、触发机制预警作用及后续执行情况、交易安排中未完成的交易事项后续执行情况、劣后级对优先级的支持力度变化、循环购买风险；基于底层资产的风险关注包括底层资产实际现金流和预测值的差距及原因、底层资产结构或特征变动、或有的新增影响底层资产现金流权属的瑕

疵；基于增信主体的风险关注包括增信主体的运营环境变化、运营状况、财务状况、重大事项等。

查看全文请点击 <http://money.cnfol.com/licaizixun/20181011/26931407.shtml>

（摘自中金在线，联合评级结构融资部供稿，2018年10月11日）

[返回目录](#)

## 房地产行业运行半年报

**货币政策：**国家出台定向降准政策是为了防范紧缩对部分小微企业的冲击；国家去杠杆的主要目标是国企、地方政府以及一些房地产企业。预计未来几年，货币政策会保持在一个比较紧的水平，但是会比较有针对性。房地产企业筹资活动面临政策上的限制和额度上的收缩。

**居民杠杆：**近年来居民杠杆快速攀升，虽从整体居民部门杠杆风险看仍处于安全区间，但居民部门可支配收入增速低于债务增速，从长期来看将制约居民部门加杠杆空间；从整体情况来看，我国居民部门债务负担一般，但考虑到我国居民部门资产负债结构分布不均匀，从中档收入居民购房压力来看，中档收入居民按揭负担很重，对居民消费也将形成很大挤出效应。

**棚改走向：**2018年1~7月，全国棚改已新开工407万套，完成了年度目标580万套的70%；考虑到国家因地制宜实施棚改货币化安置，预计2018年下半年三四线城市房价增速将有所回落，房价将会小幅震荡。

**行业运行：**2018年上半年，房地产企业拿地积极性有所回升，其中一线城市成交土地面积持续下降，二线城市土地市场较为活跃，三线城市成交土地面积持续增长，增速趋缓；新开工意愿方面，一线城市开工意愿大幅回升，二三线城市有所修复，变动较小；由于房企拿地积极性的提高和新开工意愿的修复，房地产开发投资增速维持高位，其中一线城市开发投资增幅有所回升，二线城市变动较小，三线城市受棚改政策收紧影响大幅回落。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181012/150127919.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商二部供稿，2018年10月12日）

[返回目录](#)

## 江苏出台绿色债券财政补贴政策，深入推进绿色债券发展

10月8日，江苏省环保厅、省金融办、省金融办、省财政厅等九个部门联合发布《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》（以下简称《实施意见》），标志着江苏省财政支持绿色金融发展策体系的正式建立。本次江苏省《实施意见》的出台，进一步贯彻落实了国务院及相关部委有构建绿色金融体系的政策，细化了《意见》中的相关内容，并明确具体责任单位，通过综合运用财政奖补、贴息、风险贴息、风险补偿等方式促进绿色债券发行，并为其他地区探索建立绿色金融财政激励机制起到一定的示范和引领作用。

### 一、财政补贴政策落地，推动绿色债券发行

与普通债券相比，绿色债券发行人可能需要面临第三方评估认证费用、专项审计费用、管理成本、年度认证报告等成本，地方政府出台绿色债券财政激励政策，有助于弥补绿色债券发行人的成本，增加发行绿色债券的吸引力。此次江苏省发布的《实施意见》分别对环境基础设施资产证券化和绿色债券进行贴息，其中对于以建成的城镇污水处理、垃圾处置、工业固废处置等环境基础设施的未来收益权开展资产证券化，按发行利率给予不高于30%的贴息；对于长江生态修复债券等绿色债券，按照年度实际支付利息的30%进行贴息，贴息持续时间为2年，单支债券每年最高贴息不超过200万元。相较其他地区，江苏省《实施意见》对绿色债券发行的激励政策更为明确，激励力度较大，范围较广，有助于从发行端推动江苏地区绿色债券发行。

### 二、建立绿色担保、绿色基金、绿色保险奖励和补偿机制，支持绿色企业债券融资

《实施意见》通过建立绿色担保奖励和补偿机制，设立绿色发展基金，加快发展绿色保险等方式为绿色债券融资提供便利性，推动绿色债券发展。《实施意见》提出，第一，对中小企业绿色信贷第三方担保机构提供1%的风险补偿，对绿色债券第三方担保机构给予每支债券30万元的奖励，助推绿色债券信用提升；第二，用好省生态环保发展基金，对省生态环保发展基金投资省内环保、节能、资源循环利用、新能源等成长期科技型绿色企业出现损失后给予损失金额30%的风险补偿，提高绿色债券融资便利性；第三，加快发展绿色保险，加大财政支持力度，对符合条件的投保企业，按照不高于保费的40%给予补贴，促进发行绿色债券的企业投保绿色保险，有助于降低绿色债券发行人信用风险。部分绿色企业尤其是中小绿色企业面临融资难、融资贵的问题，上述奖励和

补偿机制的建立有助于降低绿色企业融资成本，提高绿色企业融资的可获得性，引导社会资金投向绿色产业。

### 三、推动绿色债券创新，促进绿色债券市场多元化发展

《实施意见》还通过积极探索试点发行生态环保项目收益专项债券和创新PPP项目等方式推动绿色债券发展。实施意见提出，各地应积极探索试点发行生态环保项目收益专项债券，优化债券发程序，加快债券发行、使用拨付进度，这有助于推动绿色地方政府专项债券的发行；此外，创新PPP运作模式，鼓励将黑臭水体整治、污染场地修复等项目和休闲度假、旅游观光等有稳定收益的项目打捆实施，优先纳入省级PPP项目储备库，优先选为省级试点PPP项目，对其中符合奖补条件的落地项目，奖补标准在现有基础上提高10%，通过发展绿色项目PPP模式，或可在一定程度上促进绿色PPP专项债和绿色PPP资产证券化的创新发展。

### 四、加强绿色债券资金使用管理，防范化解绿色债券违约风险

《实施意见》要求，金融机构应加强对获得绿色金融产品支持企业的后续管理，监督产品资金按约定用途使用。《实施意见》提出建立完善绿色投资风险监管体系，具体措施包括：加强对与绿色投资相关的金融风险监控，建立健全客户重大环境和社会风险内部报告制度、公开披露制度、与利益相关者的沟通互动制度和责任追究制度，严格执行资本市场信息披露制度。在债券市场违约日趋常态化的背景下，加强绿色债券资金使用管理和建立绿色投资风险监控体系，对于防范化解绿色债券违约风险具有积极意义。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181015/150132833.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年10月15日）

[返回目录](#)

## 融资新政下的房地产债务专题研究

从债券到期看，房企2018~2020年债券到期规模较大，存在集中偿付压力：样本房企短期债务逐年增加，预计2018~2019年仍有增长趋势，房企债务到期偿还压力较大；同时，2018年以来，地产债回售率大幅提高，行业面临较大集中偿付压力。

核心资产对债务的覆盖倍数处于低位：从长期来看，房地产行业整体债务杠杆不断攀升，再融资空间收缩，核心资产对债务的覆盖倍数处于历史低位；短期来看，房地产行业短期偿付义务覆盖倍数指标自2017年6月以来有所下滑。

**从融资环境看，融资持续偏紧，销售回款成救命草：**在防范金融风险的政策背景下，行业融资渠道受政策限制，房企到位资金增速持续下滑，但2018年7月以来宏观政策有所微调，房地产行业融资有望边际改善，但长期来看很难再度迎来放松；房企资金来源增速结构分化，对销售的依赖程度进一步提升。

**销售区域分化，总量预计超去年：**随着棚改计划套数的下降，三四线城市购买需求及购买力的透支，未来全国住宅销售增速较大概率进一步回落，但短期韧性仍较强；预计短期偿付义务整体的安全性将有所下滑，但销售的区域分化特征较强。

**未来预测：**随着债务回售及到期高峰期的到来，在目前的融资环境和销售图景下，预计房地产行业2018年期末现金余额对短期支付义务的覆盖倍数将呈现继续下滑，安全边际不断下降，覆盖倍数相对较低，信用风险较大；需关注行业内部的企业分化特征。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181015/150134052.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商二部供稿，2018年10月15日）

[返回目录](#)