

债市聚焦

2017.5.24-5.30

2017 年第 21 期 总第 217 期

政策指南

发改委：中国降杠杆工作成效显著，债务风险可控
财政部回应穆迪下调中国评级

PPP 项目落地再提速，相关政策法规渐趋完善

央行工作论文：应进一步开放国内企业评级市场
可转债可交换债发行拟改为信用申购

市场动向

中国首单债转股专项债券获批

小微企业应收账款：逾万亿元的融资大市场

上证绿色公司债指数等 3 条绿色债券指数即将发布
债券通有望为内地债市带来数千亿美元增量资金
全国首单 5A 自然景区资产证券化项目发行成功

联合视点

民生银行发起第二批试点首单不良资产支持证券
联合资信评定中国长期本、外币信用等级为 AAAi

联合资信官方微信平台



联系方式

北京市朝阳区建国门外大街

2 号 PICC 大厦 17 层

邮编 100022

电话 010-85679696

www.lhratings.com

lianhe@lhratings.com

政策指南

发改委：中国降杠杆工作成效显著，债务风险可控

5月24日，国家发展改革委刊文指出，截至目前，降杠杆各项措施落实推进情况良好，进展顺利，并已取得初步成效，中国债务风险总体可控。

积极稳妥降低企业杠杆率是党中央国务院从战略层面做出的重大决策部署，是供给侧结构性改革的重要任务之一。中央提出要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。国务院发布的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，提出兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资等七大措施，积极稳妥降低企业杠杆率。目前各项措施落实推进情况良好，进展顺利，并已取得初步成效，中国债务风险总体可控。

降杠杆成效显著。首先，我国总杠杆率水平居中且正趋于稳定。从绝对水平看，我国杠杆率水平并不高，仅位于主要经济体的中等水平。根据国际清算银行（BIS）最新数据，截至2016年三季度末，我国总体杠杆率为255.6%，而同期美国为255.7%，英国为283.1%，法国为299.9%，加拿大为301.1%；同为东亚国家的日本为372.5%；主要发达经济体平均为279.2%，都要高于中国的水平。从变化趋势看，中国总杠杆率上升速度明显放缓，正趋于稳定。根据国际清算银行（BIS）最新数据，截至2016年三季度末，我国总体杠杆率同比增幅较上季度末下降2.5个百分点，连续两个季度保持下降趋势；环比增幅较上季度末下降1.3个百分点，连续三个季度保持下降趋势。其次，我国企业杠杆率开始下降。根据国际清算银行（BIS）的最新数据，我国2016年三季度末非金融企业杠杆率为166.2%，较上季度末下降0.6个百分点，这是中国非金融企业杠杆率连续19个季度上升后的首次下降。2017年3月末，我国规模以上工业企业资产负债率同比下降0.7个百分点，企业微观层面的杠杆率也呈下降趋势。

我国企业债务风险总体安全可控。企业负债经营是市场经济的普遍现象。债务规模大小和杠杆率高低与一国经济结构、金融结构存在密切关系。从经济结构看，我国储蓄率比较高，达 50% 左右，显著高于国际平均水平。从金融结构看，我国是以银行信贷等间接融资为主的金融体系，这种金融体系中企业的负债水平相对较高。从国际经验看，由外债引发的危机要远多于内债。我国债务主要是内债，外债在总债务中的比重很低，并且我国杠杆率有高储蓄率作为支撑，这与低储蓄率条件下高杠杆风险有明显不同，引发系统性风险的可能性较低。并且随着供给侧结构性改革的推进，企业经营效益明显改善，我国债务偿还能力和抵御负面冲击的能力都进一步增强。因而我国债务风险总体可控。

企业降杠杆不会增大银行风险。降低企业杠杆率的各项措施均不会增大银行风险，如与银行关联密切的市场化债转股，相关文件从制度层面和操作层面上作出了稳妥安排，在实现降低企业杠杆率目标的同时，有效隔离风险，防范企业部门风险传递至金融部门。一是明确要求银行不得直接将债权转为股权，市场化债转股必须通过实施机构进行转股操作，确保市场化债转股对象企业风险不向银行转移。二是在债权转让环节上要求洁净转让、真实出售，确保转股债权从银行真实出表。三是市场化债转股资金主要来源于社会资金，而不是主要使用银行表内资金。四是通过债转股引入社会投资者，可以改善企业治理结构，提高企业经营效益，从而降低银行不良债权风险。

（摘自国家发改委网站，2017 年 5 月 24 日）

[返回目录](#)

财政部回应穆迪下调中国评级

5 月 24 日，国际评级机构穆迪将中国长期债务评级由 Aa3 下调至 A1，展望从负面调整至稳定，而短期债务评级则继续保持最高级不变。

穆迪给出的理由是，在此次调降评级中所反映的预期是随着潜在的经济增长放缓，中国财政状况未来几年将会有所削弱，经济层面的债务水平将继续上升。

穆迪的报告还做了这样一个预测：在 2018 年底前，政府直接债务负担与 GDP 之比将逐步升向 40%，到 2020 年底时将接近 45%。未来五年的潜在增长率将降至近 5% 的水平。

当天，中国财政部有关负责人回应称，此次穆迪下调我国主权信用评级，是基于“顺周期”评级的不恰当方法，其关于中国实体经济债务规模将快速增长、相关改革措施难见成效、政府将继续通过刺激政策维持经济增速等观点，在一定程度上高估了中国经济面临的困难，低估了中国政府深化供给侧结构性改革和适度扩大总需求的能力。

“其实中国地方债风险总体可控，外界虽然有一些不同的认识，但是中国财政状况还是很健康的，第一季度经济增长的情况还是相当好的。”社科院财经战略研究院研究员杨志勇告诉记者。

（摘自经济观察报，2017 年 5 月 25 日）

[返回目录](#)

PPP 项目落地再提速，相关政策法规渐趋完善

PPP 正迎来新一轮的发展高潮。“目前，PPP 市场格局已初步形成。”财政部 PPP 中心主任焦小平日前在“中国 PPP 良好实践”国际研讨会上这样表示。

去年以来，PPP 项目落地增长迅猛。据财政部副部长、PPP 工作领导小组组长史耀斌介绍，于 2016 年落地的 PPP 项目数量和规模较 2015 年增长 4 倍多，今年一季度 PPP 仍然保持项目落地加快的良好态势，落地项目净增长 28%。

PPP 信息披露被强调

专家表示，PPP 项目往往投资金额较大、投资回收期长，强调在短时间内聚集大量社会资本。商业银行可以充分发挥资源配置枢纽作用，引导信贷投向，有效撬动社会资金进入 PPP 领域。作为推动 PPP 项目加速落地的重要方式之一，PPP 资产证券化已驶入快车道。继 3 月 10 日首批 4 单 PPP 资产证券化项目落地之后，第二批 8 个资产证券化 PPP 项目推荐清单也已于近日出炉，由国家发改委向证监会推荐。分析认为，加强 PPP 信息披露已是当务之急。

至于银行如何参与 PPP 项目的资产证券化，专家表示，一是可以通过信托等通道，用表外资金购买 PPP 资产证券化产品；二是银行的非银业务部门可以参与

PPP 资产证券化的产品设计和承销。今年一季度完成的首批 PPP 证券化尝试，主要是构建以投资人需求为导向的 PPP 信息披露体系。对于 PPP 信息披露机制的完善，一是希望建立多层次信息披露体系；二是强制披露和自愿披露有效结合，区分信息的投资决策功能和信息发布功能；三是对于预测性信息应审慎披露，尤其是对于关键性投资预测信息建议引入第三方评估机构，进行合理监管。

政策法规渐趋完善

近 3 年来，我国 PPP 相关政策不断完善。财政部积极参与 PPP 条例起草修订，目前条例初稿已完成，准备公开征求意见。据悉，下一步，财政部将继续配合国务院法制办加快推动条例出台，与此同时，财政部、央行、证监会将于近期联合发文，进一步明确 PPP 资产证券化的条件、标准、程序，突出市场化导向。

事实上，尽管近几年 PPP 在我国经历了快速的发展，但总体来讲还没有形成有效的建设、运营、融资各方面的风险分担机制，PPP 项目持续时间长，面临的外部环境容易发生变化，收益具有一定的不确定性，亟须一套完善的风险分摊和再谈判机制，以便参与各方合理分配风险。值得一提的是，今年 5 月初，财政部、国家发改委、司法部、央行、银监会、证监会联合发布了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，严禁地方政府利用 PPP 变相举债。

对于如何防控风险，专家表示，商业银行参与 PPP 项目，风险是可控的。银行业对于 PPP 项目的风控主要从三个方面入手：一是完善制度、机制，加强项目准入和立项审核管理，对业务开展提供制度上的保证；二是对项目准入类型、地方政府层级进行限定，主动介入政府层级比较高的，特别是对纳入到国家示范项目的 PPP 项目提供优先支持；三是加强与具有施工能力、建设能力的社会资本方合作，降低项目建设竣工的风险。

（摘自金融时报，2017 年 5 月 25 日）

[返回目录](#)

央行工作论文：应进一步开放国内企业评级市场

央行网站今天发布题为“中外企业信用评级的差异及其决定因素”的工作论文指出，对中国企业的评级市场的连通特征不明显。国内企业在国内市场只能被国内评级机构评级，国外评级机构没有取得在国内市场对国内企业评级的资质。

与此同时，国际评级机构在国际市场上可以对中国企业评级，而国际市场上对国内评级机构的评级需求不是很强烈。

论文认为，在我国包括债券市场在内的金融市场逐步融入国际市场、经济开放程度日益加深的大前提下，进一步开放国内企业的评级市场是应有的政策选项。未来，相关部门应该会出台相关措施落实国务院的决定。研究显示，国内评级机构的评级远高于国际评级机构的评级，其原因可能和评级基准效应有关：对同一家企业的信用风险，国内评级主要衡量其在所有国内企业的信用风险中的排序，而国际评级则试图反映其在全球所有企业的信用风险中的排序。

论文指出，国内外评级机构评级决策的差异不仅体现在由评级符号反映出的评级结果之间的巨大差异，更多地体现出他们对什么是影响中国企业信用风险最重要因素的不同看法。如果国外评级机构可以发布对国内企业更多的评级意见，从扩展对中国企业信用风险的多维度思考角度也许可以促进监管者和投资者相关决策时的背景知识理解、思考、解读。此外，国际评级机构和国内评级机构相比可能更不容易受到被评级企业选购行为影响，从而有可能提供更加独立的评级结果，有利于促进国内评级市场整体发展。

“过去和目前，我们通过监管者管理、资质设置、外商投资产业指导等政策，较好地保护了处于初期的我国国内评级行业、债券市场的发展。在我国包括债券市场在内的金融市场逐步融入国际市场、经济开放程度日益加深的大前提下，进一步开放国内企业的评级市场也是应有的政策选项。未来，相关部门应该会出台相关措施落实国务院的决定。”论文表示。

（摘自中国证券报，2017年5月27日）

[返回目录](#)

可转债可交换债发行拟改为信用申购

为解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题，证监会拟进一步完善可转债、可交换债发行方式，将现行的资金申购改为信用申购，相对应《证券发行与承销管理办法》个别条款进行修订，并就修订内容公开征求意见，同步启动证券交易结算系统技术改造工作。

证监会指出，现行可转债、可交换债的发行采用资金申购方式，易产生较大规模冻结资金，对货币市场和债券市场造成一定的扰动。2015 年以来发行的可转债，发行期间平均冻结资金规模为发行规模的 93 倍，单只最大冻结资金量近 5400 亿元。本次改革将申购时预先缴款调整为确定配售数量后再进行缴款。

取消申购环节预缴款后，为约束网上投资者获配后不缴款的失信行为，借鉴现行首发新股申购监管经验，建立统一的首发和可转债、可交换债网上信用申购违约惩戒机制；承销商还可根据发行规模设置合理的网上申购上限。

对于网下投资者，承销商今后不再按申购金额的比例收取保证金，基于管理承销风险的考虑，可向网下单一申购账户收取不超过 50 万元的申购保证金，并在发行公告中明确约定网下投资者违约时申购保证金处理方式。可交换债的网上发行由现行时间优先的配售方式调整为与可转债相同的摇号中签方式进行分配。

鉴于基本养老保险基金同时具有公众资金和社会保障资金性质，《管理办法》明确了基本养老保险基金享受同公募基金、社会保障基金相同的优先配售待遇。

证监会表示，《管理办法》修订征求意见将于 6 月 26 日结束。证监会将根据公开征求意见情况，认真研究反馈意见，修改完善后发布实施。中国证券登记结算公司与沪、深证券交易所将同步修订可转债、可交换债相关发行上市业务规则。

（摘自中国证券报，2017 年 5 月 27 日）

[返回目录](#)

市场动向

中国首单债转股专项债券获批

据悉，陕西金融控股集团有限公司发行市场化银行债权转股权专项债券于 5 月 17 日获得国家发改委批准，成为 2016 年 12 月国家发改委发布《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》后国内首单债转股专项债券。

此次陕西金控债转股专项债为 48 亿元（公开发行 20 亿元，非公开发行 28 亿元），债项信用评级为 AAA，期限为不超过 7 年，中信证券为主承销商。募集资金将用于替换彩虹集团公司与咸阳中电彩虹集团控股有限公司下属标的公

公司的银行贷款，并通过“债转股”方式获得彩虹集团公司与咸阳中电彩虹集团控股有限公司下属标的公司的部分股权。本只债券将有利于陕西金控降低杠杆率，防范债务风险，增强资本实力，更好地调结构、促改革、稳增长。

记者了解到，本只债券获批仅用了不到两个月的时间。相比于一般企业债券，本次债转股专项债券获批时间较短，体现了监管机构较高的审核效率。

（摘自新华网，2017年5月23日）

[返回目录](#)

小微企业应收账款：逾万亿元的融资大市场

根据国务院的统一部署，人民银行等多部门近日下发了《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017-2019年）》（以下简称《方案》），全面实施小微企业应收账款融资专项行动，丰富企业融资渠道，稳步扩大应收账款融资规模。

剑指小微企业融资难问题

数据显示，2013年末至2017年3月末，小微企业融资总额为4.57万亿元，而同期社会融资规模为53万亿元，小微企业融资额仅占8.62%。小微企业“亚健康”问题亟须通过拓宽融资渠道来解决。

应收账款是小微企业重要的流动资产。应收账款融资则主要是依托产业链核心大企业信用，为配套中小企业提供融资。此前，已有不少商业银行及互联网金融公司涉足该领域，探索此类融资方式。工信部中小企业局局长马向晖表示，与土地、房产等不动产相比，应收账款是小微企业普遍拥有、且在经营活动中循环发生，性质上比较接近现金的优质担保品。因此，推动小微企业应收账款融资，有助于构建供应链上下游企业互信互惠、协同发展的生态环境，优化商业信用环境，促进金融与实体经济良性互动发展。中国社科院金融研究所银行研究室主任曾刚也表示，一些中小企业本身的信用评级较低，但与其形成应收账款关系的核心企业的信用资质较高。中小企业以应收账款质押向银行贷款，能够促使银行提升对其的评估等级，从而改变融资难的现状。

风险更加可控

“应收账款融资的存在，更好地解决了企业流动资金问题，能充分发挥流动资金用于扩大企业规模、再生产的作用。此外，应收账款融资模式基于企业双方

产生的真实交易基础，所以使得融资风险更低、风控更准确。”道口贷 CEO 罗川告诉记者，目前，我国应收账款规模已超过 11 万亿元，其中 50% 以上集中在小微企业身上。这种在国外已经十分成熟的应收账款转让融资服务，在国内存在较大的发展潜力。尤其是通过供应链整体数据来筛选企业优质资产，基于大型核心企业供应链的应收账款，将单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险，可将风险控制在最低范围内。据悉，在道口贷提供供应链金融服务的 929 家企业中，至今零逾期。

为更好地发挥应收账款作用，此次《方案》提出了具体任务，如向小微企业普及应收账款融资知识，向应付账款较多企业、供应链核心企业、大型零售企业开展宣传培训，加强应收账款融资业务的推广，动员更多的小微企业、供应链核心企业、金融机构、服务机构等主体注册为平台用户，打通小微企业通过平台实现融资的“入口”，在线开展应收账款融资业务。总的来说，具有较强的现实针对性和可操作性，无疑将对解决小微企业融资难问题发挥重要作用。

需进一步完善相关配套措施

事实上，早在 2013 年 12 月 31 日，人民银行征信中心应收账款融资服务平台就已上线试运行。截至 2017 年 3 月末，平台累计促成小微企业融资 1.6 万亿元，占总融资金额的 35%，拓宽了小微企业金融服务新渠道。而此次专项行动，或将更快地推动应收账款从“死资产”变为“活资金”。

记者了解到，国内从事供应链金融的机构主要包括商业银行、第三方商业保理机构和供应链金融平台。受成本等因素影响，商业银行普遍侧重不动产融资授信，对应收账款等动产融资授信动力不足。商业保理机构和供应链金融平台，作为国内传统银行金融的补充，正在逐渐发挥作用。专家认为，为推动《方案》的更好落地，还需进一步解决金融机构与小微企业在应收账款融资活动中的成本问题，消除双方的后顾之忧，尤其是提高金融机构的融资动力。另外，小微企业使用商业票据的外部环境，也亟须完善，为解决应收账款融资问题奠定良好基础。

（摘自金融时报，2017 年 5 月 25 日）

[返回目录](#)

上证绿色公司债指数等 3 条绿色债券指数即将发布

为多角度反映绿色债券的市场走势，给投资者提供多元化的业绩比较基准和投资标的，上海证券交易所和中证指数有限公司将于 2017 年 6 月 19 日正式发布上证绿色公司债指数、上证绿色债券指数和中证交易所绿色债券指数。此举有助于引导绿色债券投资，扩大绿色债券市场影响力。

据了解，境内绿色债券概念伴随“绿色金融理念”而来，是我国可持续发展全局战略与金融体系结合的产物，强调为改善环境、应对气候变化、节约和高效利用资源等方面提供金融支持。央行、国家发改委、中国证监会、沪深证券交易所相继推出绿色债券指导意见、界定标准及发行、管理办法，为境内绿色债券市场发展奠定了基础。截至 2017 年 5 月 22 日，符合界定标准、且经主管部门许可或核准上市的绿色债券有 100 余只，其中交易所市场 54 只（含跨市场债券），其债券命名均带有明确“绿色标识”。

上证绿色公司债指数样本为符合《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》和上海证券交易所《关于开展绿色公司债券试点的通知》要求，由证监会核准，在上交所上市交易的绿色公司债券（不含私募和股债关联品种）。2017 年 5 月 22 日数据显示，上证绿色公司债指数样本共 13 只，合计规模 172.4 亿元，指数到期收益率 4.91%，修正久期为 4.55。

上证绿色债券指数与中证交易所绿色债券指数样本由在上交所上市或沪深两所上市的绿色债券构成（不含 ABS、私募和股债关联品种），目前成份券主要为绿色公司债券和绿色企业债券。这两条指数的区别在于样本空间的市场覆盖面。据最新数据，上证绿色债券指数样本共 19 只，合计规模 337.80 亿元，指数到期收益率 4.89%，修正久期为 4.21；中证交易所绿色债券指数样本共 22 只，总规模 359.70 亿元，指数到期收益率 4.9%，修正久期为 4.18。

为加强绿色金融领域的国际交流合作，吸引境外绿色债券优质发行人及专业投资者，上证绿色公司债指数和上证绿色债券指数将于上海证券交易所和卢森堡交易所官方网站同步展示。

（摘自上海证券报，2017 年 5 月 25 日）

[返回目录](#)

债券通有望为内地债市带来数千亿美元增量资金

日前，中国人民银行、香港金融管理局决定同意内地和香港基础设施机构开展债券通。专家认为，债券通将丰富境外央行类机构和中长期投资机构配置人民币资产的渠道，尤其是先行起步的“北向通”，将打开国际资金进入内地债券市场的制度通道。

专家表示，债券通的推出简化了境外投资者进入银行间债券市场的手续，长期来看有利于促进我国的评级、结算、清算等基础设施与国际接轨，标志着我国金融市场对外开放再下一城。

央行称，债券通以国际债券市场通行的模式为境外机构增加了一条可通过境内外基础设施连接便捷入市的新渠道，以提高入市效率。从其他国家债券市场对外开放的经验看，境外投资者既可以采取逐家到境内开户模式入市，也可以通过基础设施连通的模式投资于该国债券市场。

那么，债券通可能引来多少资金流入？专家认为，长期来看增量资金可期。目前境外投资者投资境内债市的规模约 8300 亿元，占我国债券市场的 1.9%，远低于发达经济国家和其他新兴市场经济体，未来有很大的增长空间。随着人民币加入 SDR 以及未来人民币债券纳入国际债券指数，人民币债券在国际市场上的需求将会显著增加，长期来看或可带来数千亿美元的增量资金。

有研究报告指出，债券通将加快中国债市纳入主要全球债券指数的进程，这可能为中国债市带来约数千亿美元的资金流入。报告认为债券通潜力巨大，因为中国债市被视作全球投资者持有量极低的中国资产类别。

不过，短期内债券通影响有限。目前境外机构对人民币债券较谨慎，今年第一季度境外机构减持境内债券约 225 亿元。汇率风险是影响境外机构投资的重要因素，人民币汇率虽已企稳，但贬值预期仍在。此外，美国加息下中美债券利差或将缩窄；同时境内债市持续调整，境外机构缺乏入场信心。

专家表示，债券通北向交易开通，短期内带来大量外部资金涌入的概率并不大，当前境外投资者投资国内债券比重不足 2%，远低于美、日等发达国家。后续随着债券市场进一步放开，外部资金持续涌入仍然可期，但长期来看不可忽视，债券通的实施加速了国内债券市场开放进程，加大了中国纳入国际债券指数的概

率。3月份花旗银行宣布将把中国债券纳入部分指数，此前摩根大通已经表态有意将人民币债券纳入其全球新兴市场债券指数。目前国际三大债券指数为花旗全球国债指数、摩根大通国债-新兴市场指数以及巴克莱资本债券综合指数，一旦中国债券纳入，将带来追随债券指数的基金大量的配置需求。

（摘自证券日报，2017年5月26日）

[返回目录](#)

全国首单 5A 自然景区资产证券化项目发行成功

中国农业银行日前成功为陕西华山旅游集团发行全国首单 5A 自然景区资产证券化项目——“农银穗盈—建投汇景—华山景区服务费资产支持专项计划”，发行规模 2.12 亿元，期限为 1 至 4 年。

本次农行携手陕西华山旅游集团，在通过证券化的手段帮助企业盘活存量资产、拓宽融资渠道、创新融资方式的同时，进一步丰富了交易所市场文化旅游资产证券化产品线，具有极强的项目示范效应与标杆意义。

据悉，本项目由农行担任项目安排人、财务顾问、监管和托管银行等多重角色，充分发挥了综合金融服务优势；同时，高效整合优质市场资源，引入中信建投证券作为计划管理人，金杜律师事务所担任项目法律顾问，中证信用增进提供担保，并在上海证券交易所挂牌。

（摘自金融时报，2017年5月27日）

[返回目录](#)

联合视点

民生银行发起第二批试点首单不良资产支持证券

近日，由民生银行发起的“鸿富 2017 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“鸿富一期”）发行文件在中国债券信息网正式挂网公布，该产品预计发行规模为 2.05 亿元，其中优先档证券预计发行规模 1.60 亿元，占 78.05%，次级档证券预计发行规模 0.45 亿元，占 21.95%，联合资信评估有限公司给予优先档证

券 AAAsf 级的信用等级，次级档证券未予评级。作为第二批试点首单落地产品，鸿富一期的发行将进一步扩大不良资产证券化试点范围。

2016 年 2 月 14 日，八部委联合提出重启总发行额度为 500 亿元的不良资产证券化试点，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行和招商银行 6 家银行获得首批试点资格，并顺利完成发行。2017 年，不良资产证券化试点范围进一步扩大，国家开发银行、中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、兴业银行、平安银行、浦发银行、浙商银行、北京银行、江苏银行和杭州银行共 12 家银行入围第二批试点名单，总发行额度仍为 500 亿元。试点扩大后，发起机构类型更加多元化。

自不良资产证券化重启以来，银行间市场共计发行 16 单不良资产证券化产品，累计发行规模 163.34 亿元。其中包括 7 单对公贷款不良资产支持证券、4 单信用卡债权不良资产支持证券、2 单小微企业贷款不良资产支持证券、2 单个人住房抵押贷款不良资产支持证券和 1 单个人抵押贷款不良资产支持证券。

包含鸿富一期在内，已发行信用卡债权不良资产支持证券交易结构类似。各单产品均采用优先档和次级档证券的两档分层结构，优先档证券的评级结果均为 AAAsf 级，优先档证券平均占比为 77.29%。各单产品优先档证券加权平均期限区间为 0.13 年至 0.57 年，次级档证券加权平均期限区间为 1.00 年至 1.72 年。受 2016 年末至今债券市场资金紧张影响，2016 年 12 月及 2017 年发行的部分优先档证券发行利率显著上升。

本次鸿富一期基础资产池涉及由民生银行发放的 34869 笔信用卡不良债权，截至初始起算日未偿本息费余额合计 240603.70 万元。按民生银行资产分类标准，次级类贷款占 15.49%，可疑类贷款占 28.40%，损失类贷款占 56.11%。单户借款人平均未偿本息费余额 7.54 万元。联合资信预测该基础资产池在一般情境下的毛回收率（未扣除催收费用）为 10.77%。

与正常类贷款资产支持证券相比，鸿富一期在交易结构上具有以下几个特点：第一，优先档证券在清偿完毕之前，将每半年偿付利息和本金，优先档证券清偿完毕之后，每季度偿付次级档证券本金和收益。相比正常类资产证券化项目，不良资产证券化项目的偿付频率较低，能够较好地缓释流动性风险。第二，通过设置内部流动性储备账户缓释优先档证券利息兑付可能面临的流动性风险。第三，

在优先档证券本金兑付完之前，超过每期回收款 17% 的催收费用将劣后于优先档证券本金支付，以尽可能保障优先档证券本息的兑付。第四，设置贷款服务机构超额服务报酬激励机制，提升贷款服务机构催收积极性，提高催收效率。

截至 2017 年一季度末，我国商业银行不良贷款余额及不良率分别为 15795 亿元和 1.74%。民生银行首次试水不良资产证券化领域即选择信用卡不良债权作为基础资产，可见资产证券化正在成为金融机构处置零售类不良资产的有效手段。笔者预计，今年下半年，第二轮不良资产证券化试点银行将陆续发行不良资产证券化产品，其中零售类不良资产化项目有望超过对公类不良资产化项目，未来资产证券化能否成为金融机构处置不良资产的常规手段，也十分值得期待。

查看全文请点击 <http://bond.jrj.com.cn/2017/05/23173522520348.shtml>

（摘自金融界，结构融资部供稿，2017 年 5 月 24 日）

[返回目录](#)

联合资信评定中国长期本、外币信用等级为 AA Ai

评级观点

近年来，面对国内外复杂的经济环境，中华人民共和国（以下简称“中国”）政府持续深化改革，加强了宏观调控的科学性和有效性，经济保持了中高速稳定增长，整体宏观经济表现良好，市场预期和供需关系持续改善，产业结构不断优化。中国财政收支状况良好，财政运行稳定，政府债务仍处于较低水平。中国国际收支情况良好，经常账户持续保持盈余，外债负担很轻；人民币成为国际储备货币大大提升了其对外融资和偿债能力。但随着中国经济增速进一步放缓和结构性调整的持续深入，经济运行中不确定性因素或将有所凸显。经综合评估，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）确定中国长期本、外币信用等级为 AA Ai。该评级结果反映了中国主权信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强。

基于中国经济持续稳步增长，相关改革措施的持续顺利推进，经济结构和产业结构不断优化，经济发展趋势整体向好，联合资信确定中国长期本、外币评级展望为稳定。

中国经济发展呈企稳回升态势，经济前景稳定

从经济发展状况来看，2017 年一季度中国 GDP 增长 6.9%，同比上升 0.2 个百分点，经济增长呈现企稳回升态势；其中房地产开发投资和制造业投资增速有所放缓，基础设施建设投资增速有所加快；居民消费保持平稳增长，服务消费增长较快；进口价格大幅上涨，外贸形势明显好转。从就业状况看，2017 年一季度，中国城镇登记失业率为 4.0%，该比例近年基本保持稳定。从通胀情况看，2016 年，中国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅较上年扩大 0.6 个百分点；2017 年一季度，通胀水平整体仍保持温和上涨，CPI 同比上涨 1.4%，为经济增长提供了稳定的通胀环境。

2017 年，中国经济运行延续了 2016 年下半年以来稳中有进、稳中向好的态势，市场预期和供需关系持续改善，供给结构不断优化，积极因素持续增多。联合资信预计 2017 年中国 GDP 仍将保持平稳增长，2017 年全年经济增速或保持在 6.5% 以上；2017 年中国物价运行仍基本保持平稳，失业率总体保持稳定，经济总体运行状况将保持在良好水平，未来几年经济增速出现明显下滑的可能性较小。

产业结构不断优化

2017 年一季度，中国三大产业保持稳定增长，农业生产总体稳定。工业增速明显加快，企业利润快速增长；服务业增长较快，第三产业贡献率继续提升，产业结构持续改善。

具体看，2017 年一季度，第一产业对 GDP 增长的贡献率为 2.2%，与历年同期水平相当。第二产业对 GDP 增长的贡献率近年来呈现小幅下降趋势，贡献率（36.1%）较上年同期提高 1.1 个百分点，表明在供给侧结构性改革的背景下，中国工业生产向好，对经济增长的贡献度有所回升；值得注意的是，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等高端制造业增加值同比增速均在 10.0% 以上，传统资源开采业增加值同比均为负增长，工业结构进一步优化。第三产业对 GDP 增长的贡献率近年来整体稳步提升，2017 年一季度贡献率为 61.7%，较上年同期略有下降，仍是推动经济增长的主要力量。

财政运行稳定，财政收支稳定增长，政府债务规模始终处于可控水平

从财政政策看，在经济增长仍然存在一定下行压力的背景下，2017 年，中国

继续实施积极的财政政策，通过减税降费减少企业税负，同时加大财政支出力度，提高政策的有效性和精准度，促进经济稳定增长。

从政府财政收支状况看，虽然 2012 年以来中国财政收入增幅逐年回落，但财政收入仍然稳定增长。2017 年 1~4 月份，全国财政收入同比增长 11.8%，是 2013 年以来同期最高增速；财政支出增长 16.3%，高于收入增幅 4.5 个百分点。随着中国积极的财政政策将再度加码，为经济平稳增长和结构调整提供支持，预计全年赤字率（财政赤字/GDP）将升至 3% 左右，赤字水平总体可控。

从政府债务水平来看，截至 2016 年末，中国政府债务总计 27.33 万亿元，政府债务率（一般政府债务总额/GDP）为 36.7%，较 2015 年末下降 2.2 个百分点，表明政府债务水平已经得到一定程度的控制。在地方政府债务管理不断加强、政府举债受到严格控制的情况下，中国政府债务规模将保持合理增长，未来几年政府债务水平也有望保持稳定。

从或有负债来看，2014 年新预算法实施后，中国地方政府的或有债务仅限于使用外国政府或国际经济组织贷款进行转贷的担保债务，中央国有企业和地方国有企业（包括融资平台公司）举借的债务政府不承担偿还责任，不属于政府的或有负债。

“去杠杆”成效初步显现

“去杠杆”是中国供给侧结构性改革的主要任务之一，也是中国经济未来几年的主要任务。政府杠杆方面，2006 年至今，中央政府债务相当于 GDP 的比例一直在 20% 以下，2016 年末为 16% 左右，杠杆率较低；2014 年以来，中国不断加强对地方政府债务的管理，地方政府杠杆率总体变化不大。企业方面，截至 2017 年 3 月末，全国规模以上工业企业资产负债率为 56.2%，同比下降 0.7 个百分点，企业去杠杆成效初显。虽然近年居民杠杆率增长强劲，主要以贷款为主，但 2017 年以来随着房地产市场回落和信贷逐步收紧，居民杠杆大幅增长的局面将得到控制。

中国创汇能力较强，外债负担很轻，外债偿付能力很强

中国是货物贸易最大出口国和第二大进口国，近五年一直保持贸易顺差态势，2016 年进出口净额为 2499.14 亿美元，中国创汇能力很强。对外贸易的有利地位

促进中国经常账户收入近 5 年总体呈上升趋势，但近两年受外部需求下降等因素影响有所回落，2016 年为 24546.41 亿美元。

从外债水平看，中国的外债长期处于很低的水平，截至 2016 年末，中国外债总额为 14206.57 亿美元，相当于 GDP 的比例仅为 12.48%，该比例较上年下降 0.11 个百分点，中国外债负担长期较轻。

截至 2016 年末，中国外汇储备达 30105.17 亿美元，虽然近两年由于对外直接投资增长导致外汇储备出现一定程度下降，但仍是同期外债总额的两倍多，外汇储备对外债的保障程度非常强，且经常账户收入对外债的保障程度也非常强。此外，人民币成为国际储备货币大大提升了中国对外融资和偿债能力。

（摘自联合资信微信公众号，主权部供稿，2017 年 5 月 27 日）

[返回目录](#)