

# 债市聚焦

第 11 期  
总第 258 期  
2018

## 政策指南

上交所发布试行指引 强化资产支持证券存续期信用风险管理

上交所调整完善纪律处分与监管措施种类，强健一线监管“牙齿”

财政部：强化地方政府置换债券资金管理

交易商协会：推动债券市场对外开放 加强评级业务自律管理

## 市场动向

国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚资产支持证券获批

长租公寓放开多条融资渠道 龙湖 30 亿元专项债落袋

美前财长：人民币计价债券有望入彭博巴克莱指数意义重大

北京首单长租公寓 CMBS 获批

## 联合视点

菲律宾发行东盟地区首单主权熊猫债券

转变农业政策思路，进一步推进农业供给侧结构性改革

2018 年债券市场发展基调确定

聚焦“两会”，关注机械制造企业未来发展

持续风险监测 ABS 存续期风控有规可循

主权违约原因与违约特点研究



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

### 上交所发布试行指引 强化资产支持证券存续期信用风险管理

3月22日，上交所发布了《上海证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》（简称“《指引》”）并公开征求意见。《指引》系上交所资产证券化市场风险管理的重要基础性制度，旨在落实资产支持专项计划管理人等业务参与机构的信用风险管理责任，建立覆盖资产支持证券存续期全过程和市场参与各方的持续性、常态化信用风险管理机制。

上交所表示，近年来，资产证券化市场发展较快，资产支持专项计划发行和挂牌金额大幅增加，信用风险管理压力增大。目前，资产支持证券的信用风险监测、排查、预警体系尚未完全建立，管理人主动管理资产支持证券信用风险的意识有待强化，投资者认识和权益保护不到位。为此，上交所起草了上述《指引》，以强化资产支持证券存续期信用风险管理，督促各市场参与机构有效管理、预警并化解处置资产支持证券信用风险。

《指引》共8章61条。第一章以总则的形式明确指引的适用范围及总体要求。第二章规定管理人、原始权益人、资产服务机构、增信机构、托管人、资信评级机构及其他相关机构的具体信用风险管理职责，强调管理人应当在进行资产支持证券信用风险管理时建立集体决策机制，相关负责人履职尽责，具体工作落实到岗到人。

第三章至第五章分别从信用风险监测与分类、信用风险排查与预警、信用风险化解与处置三个维度，规定管理人开展风险管理工作的具体方式及要求。

其中，第三章“信用风险监测与分类”，要求管理人采取多种有效方式和手段全面收集信息，持续跟踪监测和评估资产支持证券信用风险，按照风险高低进行分类管理。

第四章“信用风险排查与预警”要求管理人以信用风险为导向组织定期或不定期风险排查，及时预警排查发现的风险事件，并向投资者揭示风险。原始权益人、资产服务机构、增信机构等相关机构如发现资产支持证券预计无法按期分配收益的情况，应当及时告知管理人。

第五章“信用风险化解与处置”，要求关注类资产支持专项计划的管理人就风险排查中发现的可能影响资产支持证券收益分配的重要风险事件，及时制定化解风险的应对

措施。对于风险类、违约类资产支持专项计划，管理人等业务参与机构应当及时制定资产支持证券违约风险化解处置预案，采取有效措施，落实风险化解和处置责任，加强信息披露和投资者关系管理，积极有序推进风险化解处置。

第六章规定信用风险管理报告制度及要求，管理人应当每半年定期向上交所报告资产支持专项计划风险分类情况及开展信用风险管理工作的情况，同时在下半年报告中明确次年到期的资产支持证券相关风险情况和工作安排，并就风险管理过程中的重要事项提交信用风险管理临时报告。

（摘自中国证券网，赵一蕙，2018年3月22日）

[返回目录](#)

## 上交所调整完善纪律处分与监管措施种类，强健一线监管“牙齿”

3月23日，上交所在官网发布《纪律处分和监管措施实施办法（2018年修订）》（下称《实施办法》）和《自律管理听证实施细则》（下称《听证细则》），自发布之日起实施。

纪律处分和监管措施是交易所对违规行为实施惩戒的主要手段，是交易所履行一线监管职责的重要保障。2008年起，上交所探索建立了查审分离的纪律处分机制。在多年监管实践中，上交所逐步形成了种类多样、层次清晰的纪律处分和监管措施体系，完善了纪律处分和监管措施的实施标准，规范了纪律处分和监管措施的实施程序。

上交所表示，总体上，纪律处分和监管措施的实施规范有序，在惩戒和威慑证券市场违规行为中发挥了重要作用，取得了良好的市场效果。

近年来，随着证券市场依法、从严、全面监管的深入推进，上交所一线监管职能不断强化，对市场违规行为实施纪律处分和监管措施的力度明显增加。数据显示，2016、2017年，上交所纪律处分数量分别为68单、93单，比2015年的62单，分别增长10%、50%；其中，公开谴责、公开认定分别为12单、3人次和25单、11人次，比2015年的9单、2人次，也有大幅增长。

2017年11月，证监会修订发布了《证券交易所管理办法》，进一步明确和强化了证券交易所自律管理职能，丰富了证券交易所自律管理手段，并对交易所纪律处分程序及听证安排提出了明确要求。

据悉，本次《实施办法》的主要修改内容如下：一是根据《证券交易所管理办法》的规定和监管需要，调整和完善纪律处分与监管措施的种类，给交易所一线监管装上强有力的“牙齿”，例如增加了对证券发行人及相关市场参与主体、会员收取惩罚性违约金、要求会员拒绝接受投资者港股通交易委托等纪律处分，增加了向相关主管部门出具监管建议函等监管措施；二是优化限制交易纪律处分的实施程序，提高对严重异常交易行为的监管效率；三是进一步优化纪律处分和监管措施实施的机制、标准和程序，例如增加从轻、减轻、从重实施纪律处分和监管措施的情形；四是扩大纪律处分听证范围，将暂停或者限制交易权限、取消交易参与人资格、取消会员资格、收取惩罚性违约金、认定为不合格投资者等纪律处分纳入听证范围。

在强化一线监管的同时，上交所十分重视规范自律监管的程序，通过听证、复核等机制加强对监管对象合法权益的保护。

近两年，上交所共组织纪律处分听证 10 次，就严重纪律处分充分听取监管对象的现场申辩意见，保障纪律处分实施的公平、公正。在总结此前听证程序的基础上，上交所制定了《听证细则》，对自律管理中的听证程序做出了统一规范。

《听证细则》一方面拓宽了听证范围，将对监管对象影响重大的终止上市事项、复核事项纳入听证范围，并增加了可申请听证的纪律处分类型，加大对监管对象的保护力度；另一方面优化完善了听证程序，借鉴行政听证程序并结合自律管理特点，按照规范公正、兼顾效率的原则，对听证模式、流程、参与人权利义务、特殊情形处理等进行了较为细致的规定。

上交所表示，下一步，将以《实施办法》和《听证细则》为依托，切实加强对违规行为的一线监管，依法用足用好纪律处分和监管措施，持续促进资本市场的健康稳定发展。

（摘自国际金融报，2018 年 3 月 24 日）

[返回目录](#)

## 财政部：强化地方政府置换债券资金管理

近日，财政部印发《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》。《通知》强调，要依法规范地方政府债务限额管理和预算管理，建立健全“举债必问效、无效必问责”的政府债务资金绩效管理机制；着力强化债务风险监测和防范，进一步强化地方政府债券管理，坚决制止和查处各类违法违规或变相举债行为。

《通知》要求，要及时完成存量地方政府债务置换工作。财政部相关负责人介绍，截至 2017 年底，累计置换存量政府债务 10.9 万亿元，地方政府债券余额 14.74 万亿元，占地方政府债务余额近 90%，累计为地方政府节约利息支出约 1.2 万亿元，缓解了存量政府债务集中到期偿还风险，避免了地方政府资金链断裂，降低了金融系统呆坏账损失，支持了金融机构化解系统性风险。2018 年，财政部将继续指导各地做好存量政府债务置换相关工作，各地加快存量政府债务置换进度，确保在国务院明确的期限内完成置换工作；强化置换债券资金管理，确保严格按照规定用途使用债券资金。

在加强债务风险监测和防范方面，《通知》要求，各地健全地方政府性债务风险评估和预警机制，督促高风险地区采取有效措施逐步化解风险；发挥地方政府财政重整计划作用，督促相关高风险地区恢复财政收支平衡状态。同时，要进一步强化地方政府债券管理。要求各地将地方政府债券发行、资金使用与公益性建设项目对应，实现债券资金使用与项目管理、偿债责任相匹配，以及债券期限与项目期限相匹配；稳步推进地方政府专项债券管理改革，继续推进发行土地储备和政府收费公路专项债券，扩大项目收益和与融资自求平衡的地方政府专项债券试点范围；积极探索试点发行项目收益专项债券。完善地方政府债券本金偿还机制；大力发展地方政府债券市场，推动地方政府债券投资主体多元化，完善地方政府债券市场化定价机制。

《通知》还要求，要及时公开地方政府债务概况，包括本地区地方政府债务限额、余额、期限、用途等信息，并完善地方政府债券信息披露机制。

（摘自中国证券报，刘丽靓，2018 年 3 月 27 日）

[返回目录](#)

## 交易商协会：推动债券市场对外开放 加强评级业务自律管理

3月27日，交易商协会官网发布“推动债券市场对外开放，加强评级业务自律管理”一文称，党的十九大报告指出，建设现代化经济体系要“推动形成全面开放新格局”，有序稳步扩大金融业对外开放是我国对外开放的重要方面。近年来，随着我国债券市场的快速深入发展以及对外开放进程不断加快，信用评级作为债券市场的重要基础性制度安排，其对降低信息不对称、保护投资人权益发挥支持性作用。为充分发挥信用评级的功能，推动银行间债券市场对外开放，促进信用评级业务和银行间债券市场健康发展，交易商协会组织市场成员制定了《银行间债券市场信用评级机构注册评价规则》（以下简称《注册评价规则》）、《非金融企业债务融资工具市场信用评级机构自律公约》（以下简称《自律公约》）及《非金融企业债务融资工具信用评级业务调查访谈工作规程》（以下简称《调查访谈工作规程》），在广泛吸收市场成员和相关领域专家意见的基础上，经交易商协会信用评级专业委员会及第五届常务理事会审议通过，并经人民银行备案同意后，于2018年3月27日正式发布。

其中，《注册评价规则》对中国人民银行公告〔2017〕第7号文件中关于信用评级机构注册评价及分层分类管理等方面进行细化，包括总则、注册评价指标体系、注册评价的实施、评价结果运用、自律规范及附则六章，阐明了注册评价工作的总体要求，评价体系各类指标的设置情况，评价实施流程和结果运用，并对评价参与方的行为提出了明确要求。《注册评价规则》项下的《银行间债券市场信用评级机构注册文件表格体系》明确了注册申请环节的具体事项，包括信用评级机构所需提交和披露的信息、注册相关业务所需满足的基本条件、境外信用评级机构参与注册所需提交的补充材料等内容。

《注册评价规则》项下的《银行间债券市场信用评级机构注册市场评价标准》明确了注册评价环节的具体事项，包括注册评价的细分指标、权重分布、指标设置等内容。

《自律公约》是信用评级机构承诺共同遵守的行为规范准则，有助于促进信用评级机构自律管理的制度革新和功能提升。一是完善自律管理长效机制，促进信用评级机构充分发挥信用风险揭示作用，提高信用评级的公信力和市场认可度。二是强化信用评级机构的自律义务，促进信用评级机构的机构独立和业务独立、健全利益冲突的内部防范机制、提升信用评级的透明度。三是明确信用评级机构及评级人员的相关禁止性行为，

禁止篡改评级资料、歪曲评级结果、预评估级别、输送或接受不正当利益，进一步规范市场竞争秩序。

《调查访谈规程》重点对信用评级业务调查访谈工作进行细化规范。一是清晰界定调查访谈的边界与内涵，明确调查访谈工作框架及相应环节的要求，使得信用评级业务调查访谈工作有规可守，自律管理有据可依。二是丰富并细化对调查访谈内容的要求，从宏观环境及产业发展、受评对象经营及财务状况、债项相关情况等多层次、多维度对信用评级机构通过调查访谈获取的信息内容进行规范，进一步充实对信用评级调查访谈、信息收集的要求，加强信用评级机构对受评对象了解的深度与广度，以保障信用评级的公正性、一致性、完整性。三是强化信用评级机构对评级信息质量的责任，强调其应评估所收集信息的及时性、完整性、可靠性，并在合理范围内核验信息的真实性、准确性和一致性，明确信用评级机构尽职履责要求，促进其准确、有效地识别信用风险。

交易商协会自成立以来，坚持市场化改革方向，不断探索、完善银行间债券市场自律管理体系，推动银行间债券市场规范健康发展。信用评级是关乎债券市场发展环境的重要基础设施，在“防控金融风险”主基调下，其信用风险揭示作用的重要性凸显。

《注册评价规则》、《自律公约》及《调查访谈规程》等相关制度的发布实施，是信用评级自律管理制度层次化、专业化及系统化的关键举措，有利于提升信用评级机构市场公信力，促进银行间债券市场对外开放和健康发展。

（摘自证券时报网，2018年3月27日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚资产支持证券获批

上交所公布，3月20日，中金-贵诚惠农微贷资产支持专项计划取得上海证券交易所无异议函，发行40亿元，成为国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚的资产支持证券，是惠农政策与造血扶贫在资产证券化领域的有效结合，为城乡低收入人群、困难人群以及农村贫困人口、创业农户等借助科技金融服务实现自强自立脱贫提供了金融创新。

本次专项计划由华能贵诚信托有限公司作为原始权益人，基于农村电商体系和风险管理系统，通过农村合伙人、农村供应链中龙头企业，精准识别扶贫对象的资金需求，并向其发放用于生产经营活动的贷款，并以这些贷款为基础资产进行证券化融资。农村金融业务已为全国 22 个省 816 个国家级贫困县及特殊连片贫困区提供服务，为全国贫困县的 186 万小微企业主发放贷款 38 亿元，累计为全国 93 万户农村地区的用户提供贷款 325 亿元，为其从事养殖、生产、农村生态产业等提供支持。项目完成发行后，将为上述农户提供便捷的金融服务，不仅有效解决了农村金融的高成本、低效率问题，也促进了乡村振兴、扶贫攻坚进入“精准滴灌”“造血扶贫”的良性循环。

此单项目的成功推出是上交所在证监会的统一领导下，支持农村普惠金融发展，着力精准扶贫，推动互联网科技服务脱贫攻坚的创新举措，进一步扩大了金融服务在乡村振兴中的作用，提高了服务农村特别是中小农户的效率和精准度，具有示范性和可复制性。

（摘自证券时报网，2018 年 3 月 20 日）

[返回目录](#)

## 长租公寓放开多条融资渠道 龙湖 30 亿元专项债落袋

这似乎是长租公寓最好的时候。有数据显示，2017 年，长租公寓企业一度达到了 144 家。彼时，创业系公司和中介系公司长租公寓业务规模尚未如此壮大，业内将其生意称为“二房东”模式。究其根本，鉴于融资渠道受限，资本尚未大量涌入。

但自 2017 年 10 月 11 日国内首单长租公寓资产类 REITs 产品正式“破冰”后，股权融资不再唱“主角”，资产证券化、债券等融资大门打开。据不完全统计，短短几个月，房企获批的 REITs、CMBS、ABN、公司债等融资规模已达 500 亿元。

5 万亿元市场蓝海之下，市场份额得靠“抢”。不难看出，政策加持，地产系公司加入租赁市场等多重因素，加速了长租公寓行业的发展。

### 房企“围猎”长租公寓

两年前，“租购并举”住房制度刚刚祭出时，住宅租赁市场还是创业系、中介系公司的天下。一年前，加快“规模化租赁企业发展”政策加持下，地产系公司开始入局。直至现在，三分之一的房企在抢道布局，多家标杆房企更是将其上升至“主航道”业务的战略高位。



有研究机构曾测算，以人口和房价两个指标为样本，在人口达 500 万以上、商品住房销售均价排名前 30 位的城市中，24 座属于一、二线城市，6 座三线城市，主要是东南沿海发达城市和内地部分省会城市。这些城市限购严格，为租房市场留下相对稳定空间，是长租公寓重点布局城市。

值得注意的是，这些城市也是全国性房企投资布局的重点城市，其中部分城市更是逐步加大拍卖长租公寓用地的城市。一级市场拿地扩张欲望之下，万科、龙湖、保利、招商蛇口、碧桂园等房企花重金涌入这一行业。

除了外资新派、央企保利和招商蛇口外，民企性质的长租公寓类 REITs 产品和专项公司债也加入到新型融资渠道中来。不难看出，发展租赁市场，资产证券化、专项公司债等融资渠道的打通，可以说是配套机制，让原始投资人得到了资金回笼的机会。

### 龙湖 30 亿元专项债“落袋”

近期，北京、上海、成都、武汉等地陆续出台新一轮住房租赁方面的扶持政策，多家银行和房企也相继发布租赁住房业务方面的发展规划。据市场机构统计，受多方利好影响，将有数千亿元资金涌入住房租赁市场。

将长租公寓作为主航道业务，并清晰提出三年内成为行业前三名的龙湖地产率先拿到了融资。3 月 21 日，作为业内首个将长租公寓提升到战略级业务的公司，龙湖集团发行第一期 30 亿元的五年期住房租赁专项公募债券，债券票面利率 5.6%，这也标志着全国首单住房租赁专项债券的成功发行。事实上，早在 2017 年 12 月 28 日，龙湖集团便率先获得上海证券交易所预审核通过，并获中国证监会核准授予发行总规模不超过 50 亿元公募住房租赁专项债券。债券分期发行，募集资金将主要用于集团在上海、成都等一、二线城市的长租公寓项目建设。

（摘自证券日报，王丽新，2018 年 3 月 23 日）

[返回目录](#)

## 美前财长：人民币计价债券有望入彭博巴克莱指数意义重大

美国前财政部长、在美人民币交易和清算工作组联席主席亨利·保尔森近日表示，彭博计划将人民币计价债券纳入全球使用最为广泛的固定收益基准指数是关键性进展，对全世界投资者具有重要意义。

彭博有限合伙企业近日宣布计划于明年将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。此外，人民币计价债券还计划被纳入彭博巴克莱全球国债指数和新兴市场本地货币政府债券指数。

彭博认为，随着中国人民银行持续推进相关改革，目前人民币计价债券已达到纳入全球综合指数的硬性要求。按现有计划，以人民币计价的中国债券将从 2019 年 4 月开始纳入这些指数，具体实施将分 20 个月逐步完成。彭博将根据指数管理流程评估纳入速率。彭博表示，中国债券市场在实施券款对付结算、明确相关税收政策等方面还需完善。如未能如期完善，纳入全球综合指数和其他彭博巴克莱指数的起始时间有可能会延后。完全纳入其全球综合指数后，以人民币计价的中国债券将成为这一指数内继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。

根据截至 2018 年 1 月 31 日的统计数据，将有 386 支中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，在该指数 53.73 万亿美元的市值中占比为 5.49%。

据中国人民银行统计数据，截至 2017 年末中国债券市场托管余额达 74 万亿元人民币，已经具备相当的市场深度与广度。近些年，中国债券市场改革开放成效显著。去年 3 月，彭博推出两个包含中国债券的全新固定收益指数。去年 7 月，内地与香港债券市场互联互通合作（“债券通”）也正式开始运行。

花旗银行认为，未来中国债券市场将吸引大量国际投资。如果中国资本市场改革开放进程进展顺利，到 2025 年中国债券市场吸引国际资金量将超过 7000 亿美元。

（摘自新华网，王乃水，2018 年 3 月 25 日）

[返回目录](#)

## 北京首单长租公寓 CMBS 获批

2018 年 3 月 23 日，“华夏资本-优钺-景瑞三全公寓资产支持专项计划”收到深圳证券交易所出具无异议函的通知。该项目作为北京首单长租公寓 CMBS，是资本市场响应国家建立健全“购租并举住房制度”的政策号召、强化资本市场服务实体经济、支持长租公寓事业发展的又一重要举措。

### 政策鼓励——长租公寓产业前景可期

2017 年我国常住人口城市化率接近 60%，在以北上广深为代表的一线城市中，占比超过 40%的流动人口已经催生出规模巨大的租赁住房市场，长租公寓产业应运而生。

自 2015 年国务院 85 号文提出重点发展长租公寓以来，从中央工作会议精神到各国家部委支持政策层见叠出，习近平总书记在中共十九次全国代表大会上“房住不炒，租购并举”的发言掷地有声地表明了党中央支持租赁住房发展、让房地产业回归本源的决心，而李克强总理在全国两会的政府工作报告中也进一步强调了落实“房住不炒”地方主体责任和“培育发展住房租赁市场”的要求，旨在推动住房租赁产业的进一步繁荣发展。根据国家这一政策方向，深交所连续鼓励并支持多家优质住房租赁企业发行资产证券化产品，将服务购租并举的住房制度体系建设做到实处。

鼓励住房租赁产业是党和政府履行让广大人民群众“住有所居”庄严承诺的重要环节，长租公寓的崛起不仅有助于商品房市场的稳定健康，更将有力地缓解我国目前的居住矛盾。我们有理由相信，未来必将有更多的细化政策红利落地开花，多项支撑制度形成嵌套闭环，必将为长租公寓的长足发展创造更大的成长空间。

### 优质资产——区位优良的成熟型租赁公寓

标的物业景瑞三全公寓位于燕莎商圈，紧邻北京 CBD 区域，是地理位置优越的 70 年全产权物业，保值增值能力极强。该物业占地面积一万余平方米，整个建筑群由三栋主楼和一座三层裙楼连接组成，每栋主楼地上 26 层、地下 2 层，地上部分主要为公寓，地下为车库，裙楼内餐厅、美发店、阅读室、健身房、壁球室、高尔夫球练习室等服务设施一应俱全，可以满足租户不同层次的生活需求。此外，公寓已经运营多年，出租率常年维持在 90% 以上，是难得的成熟型长租公寓物业资产。

### 强强联手——多机构共创北京首单长租公寓 CMBS 项目

“华夏资本-优钺-景瑞三全公寓资产支持专项计划”是由景瑞地产发起、中泰证券作为主承销商、光大安石作为财务顾问，华夏资本和昆仑信托分别作为计划管理人和信托受托人的 CMBS 项目。本次“华夏资本-优钺-景瑞三全公寓资产支持专项计划”拟发行规模 7.2 亿元人民币，期限 12 年（3+3+3+3 年），其中优先级资产支持证券规模 6.84 亿元，获联合评级 AAA 的评级确认；次级资产支持证券规模 0.36 亿，将由景瑞地产全额认购。项目中多家专业机构鼎力合作，各尽其能，设计了优质的产品结构及有效的风险控制安排，将为投资人的利益提供有力的保障。

（摘自凤凰网，2018 年 3 月 25 日）

[返回目录](#)

## 联合视点

### 菲律宾发行东盟地区首单主权熊猫债券

3月20日，菲律宾共和国（“菲律宾”）在中国银行间债券市场成功发行14.60亿元人民币计价债券（“熊猫债券”），期限3年，票面利率5.00%。中国银行为本期债券牵头主承销商及簿记管理人，渣打银行（中国）为联席主承销商。

受菲律宾政府委托，联合资信评估有限公司（“联合资信”）对本期债券进行了信用评级。联合资信认为，菲律宾近年来政治体制不断完善，经济保持高速增长，财政赤字水平可控且财政收入对政府债务的保障能力不断增强，外债水平很低且经常账户收入、外汇储备对外债的保障能力很强。同时，联合资信也考虑到了中国和菲律宾之间不断加深的贸易及金融合作、不断增长的财政收入对债券偿还的保障等因素。经综合评估，联合资信评定菲律宾区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA，评级展望为稳定。

本期债券也是首支在债券名称中明确标有“债券通”的熊猫债券。大量境外投资人通过“债券通”参与了本期债券的发行，境外获配占比高达88%。“债券通”开通半年多以来，取得了良好的示范效应，为境外投资者提供了成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道，有效地扩大了熊猫债券的投资群体，提高了熊猫债券市场的活跃度。2018年以来，熊猫债券市场热度持续走高，在中国债券市场双向开放持续加深的背景下，预计今年会有来自全球更多国家和地区的政府及企业发行人登陆熊猫债券市场。

查看全文请点 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180321/149038869.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级主权部供稿，2018年3月21日）

[返回目录](#)

### 转变农业政策思路，进一步推进农业供给侧结构性改革

2016年以来，我国主动调整种植业结构、粮食价格实施市场化改革、调整稻谷小麦最低收购价，农业供给侧结构性改革取得一定成果，但粮食高产量、高进口量和高库存量的“三高”并存形势、粮食产品结构不合理以及粮食价格机制市场化程度较低等问题仍然存在，因此，2018年政府工作报告提出“进一步推进农业供给侧结构性改革”，意在巩固前期成果的同时推动农业进一步发展与完善。

1、转变农业政策思路，明确财政和货币政策支持方向，丰富政策工具箱，通过差异化政策引导农业的良性发展；以现代农业、绿色农业以及以高端优质农产品为主的农业企业有望受益。

2、深化粮食收储改革，进一步落实“市场定价，价补分离”，发挥市场在资源配置中的决定性作用，长期利于理顺粮食的价格决定机制，实现价格发现功能，从而优化行业产品结构和供给，提升行业盈利能力；短期内粮食种植企业收益空间可能受到不利影响，但从长远看，市场化价格有利于提升优质粮食种植企业的盈利能力。

3、促进农业创新发展，扶持新的农业生产经营模式发展壮大；农业产业化联合体中的农业企业有望获得更多政策和资金支持。

总体看，2018年，农业支持政策既有新的变化，也有对过去政策的坚持与深化，变化主要体现在农业支持政策思路的转变，即从“增产导向”转变为“提质导向”；坚持与深化主要体现在坚持粮食价格体制改革以及对新型农业主体和经营模式的支持。在两会政策的引导下，未来新型农业经营主体、多层次的产品结构和新型生产经营模式的农业企业有望逐渐发展壮大，现代农业和绿色农业将成为未来农业企业的发展趋势，符合该趋势的农业企业信用水平有望获得提升。

查看全文请点击 <http://mp.weixin.qq.com/s/OkvsMudeCMoqW7BHLh8jSA>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年3月21日）

[返回目录](#)

## 2018年债券市场发展基调确定

今年的政府工作报告，结合我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段的实际，提出了2018年我国GDP增速等发展主要预期目标，并从深入推进供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、深化基础性关键领域改革、积极扩大消费和促进有效投资等九个方面对全年政府工作提出了建议。随后，国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）、财政部、中国人民银行（以下简称“央行”）等多部门分别举行记者会，对社会各界关注的热点问题作出解析。政府工作报告及相关监管部门负责人所透露出的政策取向将会对未来一段时间债券市场的发展产生影响，值得关注。根据对相关内容的梳理和总结，我们认为2018年债券市场发展的基调已经确定，主要包括以下五个方面。

1、货币政策保持稳健中性，债券市场利率水平将相对稳定；

- 2、利率水平较高将抑制债券发行，符合国家政策导向的债券品种发行量有望增加；
- 3、债券市场体制机制将继续完善，对外开放步伐有望继续加快；
- 4、制造业、交通运输业信用风险或有所下降，面板玻璃、水泥以及房地产行业信用风险值得关注；
- 5、风险管控仍是债市监管重点，地方政府债务风险防范仍将加强。

查看全文请点击 [http://jjckb.xinhuanet.com/2018-03/22/c\\_137057333.htm](http://jjckb.xinhuanet.com/2018-03/22/c_137057333.htm)

（摘自经济参考网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年3月22日）

[返回目录](#)

## 聚焦“两会”，关注机械制造企业未来发展

2018年3月5日，国务院总理李克强在“两会”政府工作报告中指出，机械制造业未来发展规划继续聚焦“智能装备与人工智能”、“中国制造2025”产业方向，由高速度转向高质量。同时，政府工作报告中对“一带一路”建设的成果进行了肯定，并在未来政府工作建议中提出要推进“一带一路”国际合作。

### “中国制造2025”引领机械制造业转型升级

为改变中国制造业“大而不强”的局面，中央提出“中国制造2025”这一战略举措，力争通过10年的努力，使中国迈入制造强国行列。今年两会，“中国制造2025”热度依旧不减，“智能制造”和“智能服务”等成为热点话题。据悉，入列中国制造2025试点示范城市或达30个，智能制造或将成为制造业的新突破口。

联合评级认为，“中国制造2025”的提出对我国制造企业是一个新的机遇，有利于改善我国长期在制造业价值链低端的现状，向中高端迈进。目前，我国机械制造业正处于升级转型过程中，工业也已由粗放化发展阶段向高加工度化及技术集约化阶段过渡。“智能制造”在一定程度上会促进现有生产模式的转型升级，自动化水平更高、拥有核心技术优势、产品性能优越的企业将拥有更强的竞争力，技术落后的企业或将面临淘汰，行业整体集中度有望进一步提升，大中型工程机械企业信用水平得到支撑。

### “一带一路”持续推进，助力企业走出去

政府工作报告中对“一带一路”建设的成果进行了肯定，并在未来政府工作建议中提出要推进“一带一路”国际合作，扩大国际产能合作，带动中国制造和中国服务走出去。对外承包工程方面，2017年，中国企业在“一带一路”沿线61个国家新签对外承

包工程项目。新签合同 7217 份，合同额 1443.2 亿美元，占同期中国对外承包工程新签合同额的 54.4%，同比增长 14.5%。

联合评级认为，随着“一带一路”建设的深入推进，国外市场的机遇将越来越多，国内企业前往海外“淘金”的机会也将越来越大。面对良好的外部发展环境，以及相关配套政策支持下，国内机械制造龙头企业有望迎来“出海”热潮，海外业务贡献有望大幅提升，龙头企业信用水平也将得到进一步提升。

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商一部供稿，2018 年 3 月 23 日）

[返回目录](#)

## 持续风险监测 ABS 存续期风控有规可循

近年来交易所资产证券化业务发展较快，挂牌数量和金额迅速增加，2017 年交易所上市的资产支持证券金额首次超越银行间市场，交易所市场已成为资产支持证券的主要挂牌场所。

随着资产支持证券的高速发展，信用风险管理压力增大，为增强管理人主动管理资产支持证券信用风险的意识、强化资产支持证券存续期信用风险管理，沪深交易所、报价系统近期发布了《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》（以下简称《管理指引》）。

联合认为，《管理指引》弥补了资产支持证券存续期管理规章制度的空白，明确了资产支持专项计划各参与方的存续期信用风险管理职责；特别是管理人的责任相比过去有重大升级。目前，大部分资产支持专项计划说明书中对管理人的主要职责说明为“尽职调查、交易结构与产品设计、设立并管理专项计划、协调各中介机构尽调并出具相关报告、报送交易所，取得无异议函、和投资者沟通进行产品推介”，但如何管理在计划说明书并未说明。《管理指引》的颁布，实际上是建立了以管理人为核心的系统全面的信用风险管理制度，作为资产支持证券存续期风险管理的主要负责人，管理人重“通道”轻“管理”的模式面临重大变革。此外，《管理指引》要求管理人主动进行信用风险管理，持续动态开展风险监测，有利于信用风险早发现、早介入、早处置，有助于防控金融风险、维护金融安全。

《管理指引》中要求当原始权益人或增信机构生产经营、财务状况、信用状况等发生明显恶化时，须将专项计划初步划分为关注类。但是，“明显恶化”的判断标准并未

提及，这可能会造成在实际工作中各家管理人的风险判断不具备可比性。建议可例举部分指标来搭建“明显恶化”的判断标准，比如，营业收入较上年下降 20%、EBITDA 全部债务比下降 20%、信用等级下调等。

《管理指引》对资信评级机构在资产支持证券存续期信用风险管理中应当履行的职责也进行了规定：除按照规定或约定开展定期跟踪评级并及时公布定期跟踪评级结果外，《管理指引》要求评级机构要持续了解所评级资产支持证券基础资产质量变化及其产生现金流的情况，及时开展不定期跟踪评级并公布不定期跟踪评级结果；同时还需配合管理人、其他参与机构和投资者履行信息披露义务，开展风险管理工作。

《管理指引》强调评级机构要持续了解所评级资产支持证券基础资产质量变化及其产生现金流的情况，对不定期跟踪评级提出了更高和更具体的要求。这一规定强化了评级机构在资产支持证券存续期信用管理的责任。《管理指引》的颁布将促使评级机构更加重视其在资产支持证券存续期间的信用风险管理责任，联合将不断完善资产支持证券评级系统，加强不定期跟踪工作力度，当基础资产质量及其产生现金流发生超过预期值或超过压力测试设置阈值的变化时，及时公布不定期跟踪评级结果，配合管理人和专项计划各相关方，尽早发现风险、尽快预警风险。

查看全文请点击 <http://mp.weixin.qq.com/s/SCfwr86Ti6Xbd90RQ7y7jQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 3 月 27 日）

[返回目录](#)

## 主权违约原因与违约特点研究

根据联合资信主权违约定义，我们对近 20 年（1998 年~2017 年）的主权违约案例进行了梳理，期间全球范围内共发生了 40 起主权违约事件，共涉及 24 个主权国家，通过对主权违约事件进行分析，除了部分因偶然性事件引发的违约外，大部分的主权国家违约都是多个因素共同导致的，包括债务危机、货币危机、财政危机、经济危机、政治危机以及政府还债意愿不足等几个方面。其中债务危机和经济危机是导致主权违约的主要原因，分别占样本的 55.00% 和 27.50%。

通过对 20 年间主权违约案例的分析，我们发现违约国家有诸多相似之处，充分了解这些特点和共性可以帮助我们有效的识别主权信用风险。



一是主权信用风险具有传导性。在全球经济一体化的背景下，各国之间日益紧密的经贸往来增加了主权信用风险的传导性，因此在评估主权信用风险时，我们应重点关注与目标国家经贸往来紧密的经济体的信用状况，以防主权信用风险在国家间的传导。

二是主权信用风险具有一定的可预测性。大部分的违约国家具有一定的共性，可以在一定程度上帮助我们预测主权违约的发生。例如违约国家的国家经济体量普遍较小且国家发达程度不高、经济结构单一、政府债务负担沉重、外债水平较高等。当目标国家的这些指标急速恶化时，我们应予以格外注意。

三是主权信用风险具有较强的复发性。从经验来看，有过违约历史的国家再次发生违约的可能性相对较高，因此在主权违约事件发生后应密切关注违约处理结果及后续影响，评估再次爆发违约的可能性。此外，在评估主权信用风险时，我们还应将违约历史纳入考量因素。

查看全文请点击 <http://bond.jrj.com.cn/2018/03/28081324311845.shtml>

（摘自金融界，联合资信、联合评级主权部供稿，2018年3月27日）

[返回目录](#)