

## “2017年上半年中国债券市场信用风险回顾与展望”论坛顺利召开



2017年8月18日下午，由联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）与联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）共同举办的“2017年上半年中国债券市场信用风险回顾与展望论坛”在金融街威斯汀大酒店顺利召开。来自监管机构、香港交易所、证券公司、银行、基金公司、保险资管公司的300余位领导和专家出席了论坛，联合评级总裁万华伟先生主持了论坛。



联合评级总裁万华伟先生发表了开幕致辞。首先，万华伟先生简要介绍

了论坛的两家主办方——联合评级和联合资信的业务范围、发展历程和市场地位。万华伟先生指出，2017 年上半年，在经济政策的推动下，我国债券市场不断推出创新债券品种，并加快了国际化进程；但与此同时，我国债券市场不断出现违约事件。本次论坛特邀请业内专家共同回顾 2017 年上半年债券市场的信用风险、分析债券市场的变化、关注行业动态，力求做到信用风险早关注、早辨识、早应对，为投资者提供更加专业的信用风险预判。万华伟总裁对出席论坛的领导、专家和朋友表示热烈的欢迎和衷心的感谢，并期待各位领导、专家和联合评级、联合资信一起共同推动债券市场的健康发展。



联合评级副总裁艾仁智博士发表了“2017 年债券市场半年度信用风险回顾与展望”的主题演讲。艾仁智博士回顾了上半年债券市场，包括监管政策、发行、评级调整和信用风险事件等方面。总体来看，上半年金融监管环境趋严，两大债券市场信用债发行规模均下滑明显，融资成本整体上行。但基于基本面的有所改善，公募债券市场信用等级趋于调升，但评级稳定性略有下降。2017 年以来受益于供给侧改革，产能过剩行业的发行人现金流改

善，盈利能力增强，上半年债市信用风险暴露趋缓，违约事件明显减少。在对下半年信用风险展望时，艾博士表示下半年到期偿付量比上半年有所下降，但信用等级不高，且进入回售期的债券较多，低评级企业的再融资压力将更高。具体来看，产能过剩行业、处于下行周期的行业以及经济结构单一、重工业化地区的非龙头企业须保持谨慎。经营风险较大的企业或自身业务造血能力较差，同时融资受限的企业也须格外关注。另外，需加强对担保风险以及外部机构做空风险的重视。艾博士最后还特别分享了联合在评级过程中重点考察的几个关注点，包括庞氏融资类企业的债务质量及其再融资能力，流动性风险及其压力测试，回售债券的信用风险以及违约债券的回收率等方面的看法。



中信证券资产管理部总监黄德龙博士发表了“债券违约案例研究及



2017 年下半年信用风险展望”的主题演讲。黄博士首先回顾 2017 年上半年债市信用事件，总结了三点信用风险特征，然后选取近期违约的几家公司作为案例，探讨了信用分析中应该关注的要点，最后对下半年的信用风险进行了展望。黄博士认为虽然目前企业流动性压力边际上升，但信用风险仍处于可控区间；预计在未来政策维稳期后，低等级风险暴露会有所增加。黄博士指出，下半年要警惕的信用风险领域包括如下五个方面：连续亏损且扭亏无望的僵尸企业；资源禀赋较差、负担较重地区的煤炭等资源型企业；过去一年未能成功在公开市场融资渠道的低等级企业；民营建筑企业、物流行业、非上市地产公司以及中小火电企业；以及某些信用文化缺失的地区产业债。



联合评级总裁助理、工商评级总监刘晓亮先生发表了“2017 年地产行业半年度回顾与展望”的主题演讲。刘晓亮先生对房地产行业运行特点及下半年趋势分别从政策、投资、销售和库存四个方面进行分析。首先调控政策效果初显，但房价上涨的压力并未减弱，政策周期和货币周期不同步，预计调控周期相对于以往调控将会有所延长。自限购政策实施以来一线城市投资增速呈下滑态势、二线城市溢出效应明显、三线城市高位运行但有所震

荡。2017 年一线与重点二线城市价稳量跌，三线城暂时不明朗；但整体销售回款率将有所下降。去库存政策作用下，目前去化周期已达相对较低点，一线和核心二线城市限购限贷政策短期内难退出，去库存周期有所延长；三四线城市将短期内将保持稳定，长期需求将取决于信贷政策及人口结构等宏观要素。关于发债房企信用状况方面，刘晓亮先生指出，目前发债企业以 AA 级别为主，行业级别迁移中 20 家级别调整全部为“调升”。2016 年房企业绩大幅提升的一大原因，是并购案例增加使房企销售规模随之提高。最后，刘晓亮先生对行业信用风险进行了展望，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策是政策维稳的基础。稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制；目前房企发展业务区域分化明显，企业竞争分化明显，集中度加快提高；房企短期偿债能力较强，长期偿债能力维持稳定，整体信用风险略有下降。



联合资信工商二部总经理李小建先生做了“2017 年煤炭行业半年度回顾与展望”的主题演讲。李小建先生从行业现状、行业政策、发债存续企业的信用评级分布、级别分布以及利差等方面介绍了上半年煤炭行业的发展

情况。李小建先生认为下半年煤炭的需求总体仍难有大增长，但受去产能影响，供需矛盾将一定程度推高煤价，预计下半年煤炭行业将维持较好的盈利水平。行业内企业下半年仍将存在分化，如资源储备好、区域地理未知突出，产业延伸完善、再融资渠道稳定的煤炭企业竞争优势将进一步强化，而生产成本高、落后产能多、外部支持力度弱的煤炭企业可能面临一定的经营压力，存在风险爆发的可能。总体来看，下半年煤炭行业信用风险展望为稳定。



联合评级工商评级总监周馥先生发表了“2017 年上半年城投行业市场回顾及展望”的主题演讲，从 2017 年上半年城投债的融资环境、城投债的发行情况、城投企业的信用及财务表现、城投债信用风险展望等四个方面进行了深入的分析。周馥先生指出，2017 年上半年，受政策和资金面影响，城投债融资环境趋紧，城投债发行规模较去年同期大幅下降，发行利率持续走高；城投企业的利润增速下滑、债务压力不断加重，但短期偿债能力尚可；展望 2017 年下半年，城投债违约风险较低，信用水平稳定，但从长期来看，城投债或将打破刚性兑付信仰。



联合信用评级结构融资评级部的评级总监张连娜女士发表了“2017 年上半年度资产证券化市场回顾与展望”的主题演讲。张连娜总监首先对资产证券化市场的一级市场、二级市场概况进行了简述，然后分析了资产证券化产品的评级分布与迁徙状况，最后分享了对资产证券化市场的展望以及风险提示。张连娜总监认为，ABS 创新持续，未来基础资产范围将有望进一步扩大；消费金融、商业地产相关资产证券化将持续成为热点；在对地方债监管日益趋严的政策背景下，PPP 资产证券化市场将迎来巨大的机会。同时张女士也指出，对于消费金融类 ABS 产品，应关注数据计算、披露口径以及数据质量；对于商业地产类 ABS 产品，应关注评估价值和处置回收价值的区别；还应该特别关注 PPP 项目所涉资产、股权等转让常存在限制性条款等、以及项目公司股东资本金和后续融资过程中签订的系列合同。





联合资信结构融资部副总经理郑飞先生发表了“2017 年银行间市场资产证券化项目半年度回顾与展望”的主题演讲，从 2017 年上半年银行间市场资产证券化项目回顾、2017 年下半年展望两个方面进行了阐述。郑飞先生指出，2017 年上半年，银行间债券市场共发行了 59 单资产证券化产品，发行规模达 2,025 亿元，比去年同期大幅增长；受资金面影响，资产证券化产品的发行利率呈现震荡上行的趋势；分资产类型来看，CLO 产品相比较其他类型资产增速平稳，汽车抵押贷款 ABS 呈现稳定增长，RMBS 产品 2017 年上半年发行规模较去年增长很快，但该产品受到房地产市场发展、市场利率及证券化市场发行情况影响较大，下半年发行情况有待观察，个人消费贷款及金融租赁 ABS 增长较快；展望 2017 年下半年，CMBN 市场需求很大，消费金融 ABS 或将继续火热发展。





联合资信主权评级部副总经理余雷先生发表了“熊猫债市场回顾与风险评价”的主体演讲，对熊猫债券市场进行了回顾和风险评价。熊猫债券市场发展丰富了中国债券市场投资品种，为投资者提供分散投资风险的优良标的。促进中国债券市场的国际化发展，进一步吸引国际投资者参与中国债券市场。拓展了“一带一路”沿线国家的资金融通渠道，深化了沿线国家金融合作方式。进一步推动人民币国际化发展。熊猫债券发行主体以中资背景非金融企业为主，注册地多集中在开曼群岛、香港和百慕大地区，其中大部分为中资房地产企业或其海外分支机构。债券信用等级集中度较高。在银行间债券市场和交易所债券市场发行的熊猫债券的信用等级均以AAA级为主。2016年，交易所债券市场熊猫债券的发行表现突出，发行利率较低，具有一定成本优势。当前熊猫债券市场存在的问题主要有发行规范性制度仍待完善，募集资金用途的监管抑制了其发展，会计准则不统一增加了发行成本，熊猫债券市场的发展需伴随着债券市场进一步对外开放。余雷先生对熊猫债券评级思路从相关风险方面进行了总结，随着中国债券市场的不断发展及对外开放，熊猫债券发行量有望保持持续增长；吸引越来越多的境内投资

者；信用评级机构在揭示熊猫债券相关风险中将扮演更加重要的角色。



香港交易所市场发展科副总裁周兆平先生发表了“债券通简介”的主题演讲。周兆平先生首先对中国债券市场的概况进行了分析；然后介绍了债券通的概念、制度框架和代理行模式，最后对债券通的优势进行了详细的分析总结。周兆平先生认为对国际投资者来说，债券通运作方便、具有一定风险管理功能，电子交易改善了价格发现机制、提升了流动性及可执行的合约金额；对香港及国际市场来说，债券通是连接在岸和离岸债市的桥梁，是沪深港通的自然延伸，扩大了定息及货币产品交易及结算生态圈，为市场参与者提供了新的业务。对中国内地而言，债券通增加境外买方的参与程度，提升了交易及结算基础设施的国际化水平，加快了在岸和离岸人民币接轨，也给中国的信用评级机构带来了机遇和挑战。周兆平先生希望本土信用评级机构能走出去，多跟市场投资者培训交流，让境外投资者充分了解中国的债券评级市场。



接下来，论坛进入到圆桌讨论阶段。圆桌讨论由联合评级副总裁艾仁智博士主持，来自中信证券、富荣基金、天风兰馨资管、中再资产和建信信托的专家围绕“2017年下半年债券市场及投资板块风险分析”话题进行了热烈的讨论。

富荣基金固定收益部副总监王刚建先生认为上半年的经济是超预期的，但下半年的预期不可过于乐观，下半年的经济面临四个风险：外部加息和缩表的风险；十九大之后的经济波动风险；监管政策不确定的风险；信贷收紧情况下债券增加供给的风险。王刚建先生建议投资者理性地防范风险。

中信证券资产管理部总监黄德龙博士通过对山西省煤炭企业的深入调研，预判所有山西省国有煤炭企业都将整合到一个整体中，在国有资本运营公司的框架下做大整合。这将增强山西煤炭企业的竞争力、话语权、定价权。同时，黄博士对钢铁投资品种有两个思路，第一个方向是寻求大而不倒的企业，这种品种是可以投；另外是具有区位优势的品种，比如马钢和福建三钢。对于电解铝行业，黄博士认为，今年上半年电解铝行业超出市场很多机构的

预期，电解铝行业目前是值得配置的行业，市场上具备区域竞争力、财务情况相对稳健的品种值得投资。

中再资产董事总经理马冲先生分析了支撑城投债地位的三个因素，认为城投公司作为基建投融资的融资渠道，它的定位确实在弱化，但是目前的融资主渠道地位仍然不可动摇。43 号文以后，城投公司最大的变化是运营模式在发生变化，未来也会按高中低资质快速分化。城投债最大的风险是不规范融资风险，即平台公司融了钱没有用到地方政府项目上去，用到非政府项目中去了。未来由于政府信用和平台公司将进行严格的切割，不规范融资的风险将转嫁给投资者自行判断与买单。对未来城投债的信用风险，马冲先生认为城投公司的财务流动性未来三年非常好，每年的还本付息的压力比之前要好很多，但长期偿债能力是趋于下降。具体投资中，马冲先生认为 AA+ 以上的城投是有投资价值的，也是有资本利得的。

天风兰馨资管总经理黄长清先生认为上半年资产证券化市场的逆势增长是政策支持和市场需求的结果。黄长清先生预测，今年资产证券化市场的发行规模将达到一万亿，主要资产类型是消费金融、信托收益权、地产类。黄长清先生认为，与公司债相比，资产证券化的信用风险小一些；随着规模的扩大，资产证券化产品的信用也在不断分化；投资者可以考虑高评级主体担任资产服务机构或差额支付承诺人的项目、分散型的消费金融类项目和硬资产项目。

建信信托有限责任公司审批人景焯先生指出信托在债券市场是新进入者，信托的投资思路原则上是安全第一，不去过多的追求收益率。回顾历史



数据和目前的基本面，他认为在历史和可以预见的未来之内，国企安全性远远高于民企，国企和民企风险的分化差异的程度未来会进一步扩大。风险对民企有利因素逐渐消失，不利的因素在增加，一段时间以内民企的风险远远高于国企，投资的思路也是对民营企业比较的谨慎，除非是真正行业显著地位的民企可以投资，或者是对于流动性看起来压力不大的民企可以投资短期限。

本次论坛促进了与会嘉宾之间的深入交流，加深了市场参与者对于债市信用风险的理解，获得了参会者的良好评价和广泛认可。论坛在热烈的掌声中圆满闭幕。