

债市聚焦

2017.4.19-4.25

2017 年第 16 期 总第 212 期

政策指南

房企发债有条件松绑：“非房”收入占比超 30%可申报
不良资产证券化试点扩围

财政部整顿地方违规举债，城投债估值分化

北京证监局强化公司债券受托管理人监管

推进信用体系建设成深化亚洲区域合作重点方向

保监会重拳防风险：39 条措施剑指九大重点领域

市场动向

2017 中国资产证券化白皮书发布

国开行推出京津冀协同发展专题绿色债券

3 月信用债发行量同比腰斩，同业存单大增 75%

工行承销首只支持“一带一路”建设熊猫中期票据

海外人民币点心债重启？

风险事件

“12 春和债”发生付息违约

联合视点

联合资信：关注城投债风险变化

土耳其修宪公投获通过，短期对土耳其主权信用水平影响不大

聚焦法国大选，欧盟一体化面临挑战

联合资信解析 ABN、租赁资产证券化及不良资产证券化

联合资信解析银行间信贷资产支持证券评级方法及关注点

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

政策指南

房企发债有条件松绑：“非房”收入占比超 30%可申报

近日，市场上有传闻称房企发债将放开。不过，记者获悉，交易所确实有关于房地产企业发债的最新窗口指导意见，但并非全面放开。最新情况是不满足现有发债申报要求的房地产企业，若其他某一非房地产业务板块收入占营业收入比例超 30%的，也可以申报发债。但募资用途只能用于非房地产业务，并进行专户监管。类平台项目也恢复审核，但来自地方政府的营业收入占比不能超 50%。

非房地产业务收入占比超 30%可申报

去年 10 月份之后，各地政府对房地产的调控政策加严，沪深交易所也先后发布了《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》(简称监管函)，这至今仍是指导房地产企业发债的规范性文件。

当时两个交易所都对房地产、产能过剩行业分别采取了“基础范围+综合指标评价”、“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，并规定了房地产、煤炭和钢铁企业应合理审慎确定募集资金规模、明确募集资金用途及存续期披露安排。最重要的一点是，明确房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地。

近日，市场上一直有传言称房地产企业发债即将放开。记者获悉，交易所有了最新窗口指导，对房地产企业发债的限制略有松动，但并非是全面放开。

此前，房地产企业发债并不是全盘禁止，而是需参照交易所之前发布的监管函要求。近期，交易所放开了一个口子：如果房地产企业不满足现有的发债申报要求，但有其他的某一非房地产业务板块占营业收入的比例超过了 30%，也可以申报。但是，募集资金用途依然不得用于购置土地，只能投向非房地产业务，并且需要进行专户监管。

类平台债券项目恢复审核

此外，类平台债券项目一度收紧甚至暂停，近期交易所最新指导意见也发生了变化，类平台项目恢复审核。去年 9 月，监管层规定类平台公司在交易所发行公司债，要求不得承担地方政府融资的职能，并将类融资平台的发债审核标准进

行调整，重点关注收入来自地方政府占比情况。较之此前参考营业收入或现金流这两条红线之一，变成必须看营业收入占比，即“双 50%”变成“单 50%”，发债门槛大幅提升。

据透露，近期，交易所对类平台债券项目已经恢复审核，但仍要求发行人来自地方政府的收入占比不超 50%。即，发行人最近三年的营业收入中来自所属地方政府的比例若超过 50%，仍不能在交易所发债。符合条件的类平台项目则没问题，只是代建项目收入需要提供立项文件和银行流水；募集资金用途也没有新的限制，符合要求即可。

（摘自证券时报，2017 年 4 月 19 日）

[返回目录](#)

不良资产证券化试点扩围

4 月 18 日，中国政府网发布《关于 2017 年深化经济体制改革重点工作的意见》，“在严格控制试点规模和审慎稳妥前提下，稳步扩大银行不良资产证券化试点参与机构范围。”据悉，不良资产证券化扩大后的试点名单有望扩至 18 家，“总额度还在 500 亿之内。”

央行去年重启了停摆近八年的不良资产证券化。2016 年 2 月，央行批准了工行、建行、中行、农行、交行和招商银行 6 家银行获得首批不良资产证券化试点资格，总额度 500 亿元。

（摘自国际金融报，2017 年 4 月 19 日）

[返回目录](#)

财政部整顿地方违规举债，城投债估值分化

近日，财政部在官网上再次通报了个别地方政府违法违规举债的问题整改和问责处理情况，相关涉事官员受到党内严重警告和行政降级等处分。

规范举措长期利好城投债

市场普遍认为，财政部“发怒”意味着政府债务管理的趋严，对城投债的影响颇为负面。但光大证券首席固收分析师张旭却持相反意见：“财政部核查地方政府违法违规举债担保，对城投公司不但短期内不会影响到城投债券的资质，而

且还会在中长期利好城投债券。”张旭分析称，本次核查的重点是“政府举债方式”和“政府担保行为”。其中，“政府举债方式”的问题可以理解为“政府用了不属于政府债务的钱”，这件事对政府的影响大，但不直接影响城投公司自己的企业债务融资，因此对城投公司并无直接影响；同时，在国家发改委和 NAFMII（中国银行间市场交易商协会）的严格管理下，债券融资行为明显较其余融资方式规范，因此并不涉及“政府担保行为”的问题。

“本次核查出的问题大部分发生于 2015 年，目前地方政府举债方式和担保行为已经较该段时间规范了许多，因此不会对现行做法形成明显冲击。进一步说，对政府举债方式和政府担保行为的规范有利于控制债务风险，并在中长期利好城投债券。”张旭称。

“2015 年以前发行的城投债，财政出担保函的情况比较多一些；2015 年以后的，还有地方政府提供担保函的已是极少数。”业内人士对记者表示。

交易所城投债或将大幅萎缩

2015 年起，以交易所公司债、发改委企业债为代表的城投债品种，在各自主管部门降低发债门槛的政策驱动下，迎来较快发展。研报显示，2016 年全国城投债券发行量创历史新高，共发行 1804 只城投债，总规模达 1.74 万亿元，相应地，存量规模也大幅上升至 4.6 万亿元的新高。

从各债券品种来看，交易所公司债 2016 年异军突起，成为当年发行规模最大的品种，占当年发行量的 31.88%，全年共有 551 只交易所城投债发行，发行规模高达 5532.00 亿元，相比 2015 年的 166 只、和 1851.20 亿元可谓“暴增”。企业债及 PPN 紧随其后。

2017 年，预计城投债券的发行政策仍将延续“相对宽松”的态势，城投企业的融资需求亦将与 2016 年基本持平，因此城投企业债券融资规模仍将较大，但受益于地方政府基建资金支持的增加，债券发行规模将难超 2016 年。

“但现在交易所已经大幅收紧地产公司、城投平台的债券发行。假如城投债的需求依旧强烈，那应该会转移到企业债和交易商协会的产品上，甚至到海外发债上。”专家表示，交易所市场上的城投债，2017 年会大幅萎缩。

不以行政级别论平台

眼下，城投平台信用分化还在持续，投资者对如何判断城投债投资价值，颇

为关注。目前市场上存在两种结论相反的主流观点：一种观点认为，2014 年底前形成的存量城投债尚被认定为政府债务，而之后新发的城投债则不再由财政资金作为偿债来源，亦不再由政府提供直接或间接的担保增信，因此城投债的投资价值取决于城投公司自身信用面，投资逻辑也主要以城投公司的经营、财务状况为中心；另一种观点则认为，城投公司与地方政府之间并没有完成事实上的“隔离”，地方政府不仅仍是城投公司的重要股东（甚至是实际控制人），而且还是重要客户、重要收入来源（提供代建工程收入等）。

专家认为，目前城投公司与地方政府之间仍存在着诸多利益的关联，城投公司的偿债保障很大程度上受到地方政府财力的影响，因此当前城投债的投资决策仍然要首先基于对地方政府财力的判断。其认为，除了需要从财务数据的角度，对地方政府财力进行多维度的判断外，还需要从行政级别和财政体制进行解析，而后者较难从发行文件、评级报告中直接获悉。同时，由于财政体制对经济实力和地方财力会产生极大影响，因此财权的独立程度决定了投资者在对城投债投资价值进行分析时，是否应考察上级政府财力状况。

眼下，依旧有不少投资者简单地认为，行政级别越高，城投平台资质就越好。但联讯证券董事总经理李奇霖提醒称，通过转型为企业创造新的经营活力，区级城投并不一定弱，单纯以行政级别论城投优劣，已经不是最优法则。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 4 月 21 日）

[返回目录](#)

北京证监局强化公司债券受托管理人监管

近日，北京证监局举办北京辖区公司债券受托管理人工作会议，这是证监会派出机构首次就公司债券受托管理工作专门召开会议。北京证监局副局长陆倩出席会议时指出，按照中央和证监会关于“提高和改进监管能力”的要求，北京证监局积极构建符合辖区市场特点的公司债券事中事后监管机制，下一步，北京证监局将继续推进“以受托管理人为抓手”的公司债券监管机制建设，强化受托管理人督促发行人在信息披露、募集资金使用以及按期偿付等方面规范运作的责任。

会议同期发布《北京证监局关于加强辖区公司债券受托管理人监管工作的通知》，要求各受托管理人完善公司内部管理，不断提高受托管理质量；强化重点

环节管控,切实防范各类合规风险;加强信用风险管理,有力防范处置违约风险;保持双向沟通联系,共同促进辖区公司债券市场平稳健康运行。

(摘自中国证券报,徐昭,2017年4月21日)

[返回目录](#)

推进信用体系建设成深化亚洲区域合作重点方向

国家发改委财金司副司长陈洪宛 21 日在首届“亚洲信用评级机构 CEO 峰会暨系统性风险国际研讨会”上表示,随着亚洲各国经贸往来、资金融通的合作日益紧密,打破固有分化格局以及跨国信息不对称,构建稳定可靠、属于亚洲自己的信用体系已显得尤为重要和迫切。推进亚洲信用体系建设,已成为当前和今后一个时期内深化亚洲区域合作的重点方向。

一是建立合作机制与合作联盟。亚洲国家和地区政府、信用服务机构、社会组织间应建立多层次的信用合作沟通交流机制,增进合作互信,达成合作共识。积极推动成立亚洲信用体系建设合作联盟,共同制定信用合作实施措施,整合开发信用信息资源,促进成果共享。二是建立信用相关法律制度研讨机制。通过不断深化法律制度研究,推动亚洲国家在信用法律法规、征信机构监管、数据标准规范、文化观念方面的趋同,特别是在法规制度建设中,应相互学习借鉴、取长补短,共同提高和完善。三是建立信用信息共享机制。明确政府部门、市场机构信用信息的共享条件、范围和程度等,在合法、安全的基础上,推进信用信息的跨国流动,便于判别有关市场主体信用状况,防范信用风险,服务跨国经贸和投融资活动的信用信息需求。四是建立联合奖惩机制。五是加强信用服务机构的跨国合作。

(摘自中国证券报,徐昭,2017年4月22日)

[返回目录](#)

保监会重拳防风险: 39 条措施剑指九大重点领域

金融整治风暴来袭。继发文强调加强保险监管,维护保险业稳定健康发展后,保监会再度发文强调进一步加强保险业风险防控工作。

4月23日，保监会发布《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》（下称“《通知》”）。《通知》明确指出了当前保险业风险较为突出的9个重点领域，并对保险公司提出了39条风险防控措施要求。

据悉，保监会已于近日下发《关于开展融资性信用保证保险业务调研的通知》，重点调研保险公司通过信保产品为债券、信托、基金等发行及理财产品质押、债权转让、融资租赁、担保业务等融资业务提供融资增信服务的经营情况及风控措施。

事实上，《通知》导向鲜明，即要把防控金融风险放到更加重要的位置，强化统筹协调，及时弥补监管短板，坚决治理市场乱象，提升金融服务实体经济的质量和水平。这无疑是对保险资金的运用和监管提出了更高要求。其中，资金运用依法合规管理是前提。保监会要求保险公司严格执行保险资金运用相关的法律法规和监管规定，确保依法合规开展资金运用业务；建立健全投资制度和内控管理，认真梳理公司现行制度规定，查找制度漏洞、短板和缺陷，并开展全面整改，确保各项制度切实落地；加强投资能力建设和风险责任人管理，严禁在未取得相应投资能力备案的情况下违规开展投资。

根据保监会发布的数据，截至2016年12月31日，保险业资金运用余额为13.39万亿元，较年初增长19.78%。其中，银行存款24844.21亿元，占比18.55%；债券43050.33亿元，占比32.15%；股票和证券投资基金17788.05亿元，占比13.28%；其他投资48228.08亿元，占比36.02%。

（摘自21世纪经济报道，2017年4月25日）

[返回目录](#)

市场动向

2017 中国资产证券化白皮书发布

4月18日，第三届资产证券化创新与发展论坛暨《中国资产证券化白皮书（2017）》（下简称《白皮书》）发布会在京举行。《白皮书》显示，2016年中国资产证券化市场创新产品频出，基础资产范围不断扩大、交易结构不断完善，

证券化产品类型越来越丰富。不良资产证券化的重启，成为主要创新亮点之一。

《白皮书》指出，2016年重启不良资产化后，我国信贷ABS市场累计发行14单不良资产支持证券，发行金额156.10亿元，累计处置银行信贷不良资产510.22亿元；其中，成功发行7单对公类不良资产证券化项目，发行金额79.82亿元，累计处置银行对公类信贷不良资产301.53亿元；7单个贷类不良资产证券化项目，发行金额76.28亿元，累计处置银行个贷类信贷不良资产208.69亿元，占总不良资产证券化处置金额的40.90%。

据悉，自首单信用卡类不良产品和萃2016-1问世以来，小微类、房贷类、个人抵押类不良贷款资产证券化产品相继问世，具体包括：信用卡类不良资产支持证券3单，分别为和萃2016-1、工元2016-2、建鑫2016-3；小微类不良资产支持证券2单，分别为和萃2016-2、和萃2016-4；住房抵押类不良资产支持证券1单，分别为建鑫2016-2；个人抵押类不良资产支持证券1单，工元2016-3。其中，除3单信用卡类不良资产支持证券的入池资产为100%纯信用贷款外，其余4单入池资产均为100%抵押贷款，抵押物类型包括住宅以及商铺两类，部分贷款涉及保证或质押担保。从发行的结果来看，优先档证券发行的利率较低，处于3.00%至4.40%之间，其中，2016和萃-1发行利率最低，票面利率为3.00%；次级档证券溢价发行的现象较为普遍，次级投资人对基础资产回收具有一定的信心，其中溢价率最高的为建鑫2016-2的次级档证券，溢价率为11%。

（摘自中国证券报，2017年4月19日）

[返回目录](#)

国开行推出京津冀协同发展专题绿色债券

4月27日，国开行将在银行间债券市场发行2017年第二期50亿元绿色金融债券，这是国开行践行绿色发展理念，服务国家绿色发展战略，落实《京津冀协同发展规划纲要》，推动京津冀协同发展的创新实践。该期绿色金融债券为5年期固定利率品种，通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行，后续将连续增发。同时，该期债券将继续采用预发行交易模式，投资人可在4月24日至26日的发行前3个工作日内开展预发行交易，提前实现交易及定价。

据了解,该期绿色债券以京津冀协同发展、绿色发展为专题,包括清洁能源、清洁交通、生态保护和适应气候变化 3 个类别、6 个项目,坚持生态优先为前提,推进产业结构调整,建设绿色、可持续的人居环境。一是加强清洁交通建设,通过新建北京至天津滨海新区铁路(宝坻—滨海新区)项目、北京至唐山路铁路项目,促进京津冀区域经济一体化,加强生态建设和环境保护,实现沿线地区可持续发展;二是合理开发风能资源,通过乐亭菩提岛海上风电场、围场富丰风电场 200MW 风电场工程项目,优化京津冀能源结构,实现地区电力可持续发展;三是开发高效林业,通过国家储备林基地建设——天津市武清区生态储备林项目、天津市蓟县生态储备林项目(北部山地片区津围北二线段),强化森林生态系统功能,进一步促进区域生态资源共享,为京津冀经济社会协同发展创造更大的环境容量和更好的生态条件。

根据国开行绿色信贷环境效益系统测算及第三方评估机构普华永道会计师事务所专业认证,预计可量化减排量 222.63 万吨二氧化碳、0.96 万吨悬浮颗粒物、2.57 万吨二氧化硫、0.57 万吨氮氧化物,节能 95.19 万吨标准煤、节水 1141.70 万吨。

(摘自金融时报,师龙,2017 年 4 月 19 日)

[返回目录](#)

3 月信用债发行量同比腰斩, 同业存单大增 75%

在资金面维持“紧平衡”的情况下,3 月份公司信用债的发行量比去年大幅降低。昨日(4 月 18 日),央行公布的数据显示,3 月份,债券市场共发行各类债券 3.9 万亿元,比去年的 4 万亿元略有下降。其中,公司信用类债券发行 5420 亿元,相比去年 3 月份的 1.2 万亿元萎缩了 54.8%;同业存单发行则由去年同期的 1.2 万亿元大增 75%至 2.1 万亿元。今年 1~3 月,共有 148 只信用债取消或推迟发行,创历史同期新高,所涉计划募集资金约 1367.8 亿元;其中,3 月份有 87 只信用债取消或推迟发行,所涉募集资金约 786.3 亿元。

87 只信用债取消发行

根据央行最新公布的数据,今年 3 月份,国债发行 1600 亿元,而去年 3 月则发行了 1500 亿元;金融债券发行 4741 亿元,比去年 3 月的 5519.2 亿元同比

下降 14%；信贷资产支持证券发行 314 亿元，比去年同期的 221.9 亿元大幅增加；而公司信用类债券发行 5420 亿元，相比去年 3 月份的 1.2 万亿元萎缩了 54.8%。

截至 3 月末，债券市场托管余额为 65.9 万亿元。其中，国债托管余额为 11.5 万亿元，地方政府债券托管余额为 11 万亿元，金融债券托管余额为 15.6 万亿元，公司信用类债券托管余额为 16.5 万亿元。

有研报指出，公司债和企业债发行量大幅收缩，和市场情绪、监管政策都有很大的关系。实际上，一季度信用市场的净融资量环比明显下滑，3 月出现反而出现一定的缓解。3 月以来信用债一级市场公告发行规模较 2 月份明显回暖，但各品种供给量较往年仍有明显差距，且取消发行的情况依旧十分密集。而机构信用债净增持的主要来源为中票和公、私募公司债。其中，中票发行量贡献了较大部分增长，主因近期资质较好的房地产和城投发行中票较多，公、私募公司债由于城投地产受限，发行量与 16 年高峰时期相距甚远。

数据显示，3 月份共有 87 只信用债取消或推迟发行，所涉募集资金约 786.3 亿元，占一季度取消或推迟发行所涉募集资金总量的 57.6%。而在 87 只取消或推迟发行的原因中，仅有 4 家未“发行人自身因素”或“其他因素”，绝大部分均为“市场因素”，即“市场波动较大”，“为降低融资成本”等原因。

与一季度尤其是 3 月信用债“取消发行潮”对应的是，央行收紧了公开市场的净投放量。记者注意到，今年 1 月份，央行通过公开市场净投放资金 3850 亿元；而 2 月份和 3 月份则为净回笼资金 8100 亿元和 6000 亿元。

债市不确定性增加

与信用债发行量同比萎缩过半相对应的，是同业存单发行量的大幅上涨。央行数据显示，3 月份同业存单发行由去年同期的 1.2 万亿元大幅上涨 75%，至 2.1 万亿元。而截至 3 月末，同业存单的托管余额达到 7.8 万亿元，比去年同期的 4.2 万亿大涨了 85.7%。

专家表示，3 月同业存单的发行量仍处于历史高位。但随着银行主动扩张资产负债表的意愿下降，同业存单的发行量会逐步有所下行。

值得注意的是，银监会近日连续发文，收紧了对银行同业存单等问题的监管。4 月 10 日，银监会发布的《关于银行业风险防控工作的指导意见》（6 号文）和《关于开展银行业专项治理工作的通知》（46 号文），针对同业存单和同业套利

等问题加强监管。4月12日，银监会又发布《关于切实弥补监管短板，提升监管效能的通知》（以下简称《通知》），内容涉及同业存单、银行理财、银行业金融机构股权转让行为等多方面问题。

6号文明确提出，要“督促同业存单增速较快、同业存单占同业负债比例较高的银行，合理控制同业存单等同业融资规模”。数据显示，今年二季度同业存单到期规模预计约为3.8万亿元，超过一季度的3.4万亿元到期量。值得注意的是，目前全市场未到期的同业存单中，95%以上均为6个月或以下期限品种。

（摘自每日经济新闻，张喜威，2017年4月19日）

[返回目录](#)

工行承销首只支持“一带一路”建设熊猫中期票据

4月21日，由中国工商银行牵头主承销和担任簿记管理人的招商局港口2017年第一期中期票据在全国银行间债券市场成功完成发行。据悉，这是国内首支“一带一路”建设中期熊猫债，首期募集资金25亿元人民币，将专项用于“一带一路”港口建设及经营等互联互通项目。

工商银行相关负责人告诉记者，随着“一带一路”倡议的各项内容不断落地开花结果，境内外企业的资金融通需求快速增长。在中国银行间市场交易商协会的大力支持下，工商银行积极探索熊猫债等融资工具创新，为企业参与“一带一路”建设提供多元化、低成本的资金支持。其中，工商银行发挥国际化综合化优势，帮助招商局集团从整体上优化财务配置、节约财务成本、提升资金运用效率，促进了招商局集团在“一带一路”领域的建设项目得到顺利实施。

据介绍，招商局集团是国内最早参与“一带一路”建设的中央企业之一，3年来在“一带一路”沿线的58个国家和地区开展了现代港口和产业园区等投资建设，比如斯里兰卡汉班托塔港、吉布提自贸区、中白工业园等，积极推动沿线国家和地区互联互通和合作共赢。

（摘自金融时报，孟扬，2017年4月22日）

[返回目录](#)

海外人民币点心债重启？

自从 2015 年 8 月人民币面临贬值压力以来，离岸点心债市场就一路萎缩，到 2016 年下半年基本上处于冷冻期。按照年初的预测，2017 年人民币依然会面临贬值压力，点心债或仍然难以走出冰冻。今年一季度的情况也的确符合市场预期，整个一季度，海外人民币点心债券都维持了零发行。不过这种状态在 4 月份被打破，而且更令市场诧异的是，这个打破零发行的并非传统的香港点心债市场，而是在遥远的南非最大城市约翰内斯堡。

4 月 11 日，中国银行发行了一单多币种多品种、总额为 30 亿美元的债券，其中包括 15 亿元的三年期人民币离岸债券，这也是 2017 年以来全球范围内首单公募发行人民币点心债。另外值得注意的是，该笔人民币债券的发行地是远在南非的约翰内斯堡，而且订单规模一度高达 65 亿，并最终 32 亿元、2.13 倍的认购倍数成功发行，发行票息为 4.88%，稍高于国内同等级同期人民币债券。据中国银行介绍，此次发行的认购机构包括基金公司、银行、主权机构，订单分别占比 58%、23% 和 10%。

一季度以来，人民币兑美元贬值压力显著降低。年初，市场主要机构预测人民币在今年年底将持续贬值至 7.2 左右，但一季度结束后，受中国一季度经济数据超预期以及中美贸易战风险下行影响，多家机构纷纷上调人民币预期。4 月 20 日，渣打表示今年 2 季度末、3 季度末及年底汇率预测至 6.94、6.97。受汇率趋稳影响，有投行人士预期，今年 2 季度点心债供给可能会有所增加，“可能会主要来自中国发行人。”

尽管中行成功将点心债推进了非洲，但整体来看，人民币点心债市场随着中国债券市场的开放会逐渐被边缘化。“其实很容易理解，从投资者的角度来讲，他们之所以投资人民币点心债，是因为他们对人民币债券或者说是人民币资产的兴趣。从长期来看，人民币一定会成为全球范围内最主要的储备货币之一，从这个角度讲，海外投资者一定会对包括人民币债券在内的人民币计价资产有强烈的兴趣。但随着银行间市场开放和债券通机制的建立，海外投资者投资人民币债券的渠道将极大地扩展，必然对点心债市场产生挤出效应。”一位投行人士指出。

当然也有人认为，随着“一带一路”战略的推进，一带一路市场上会增加人民币沉淀，但这里的资本市场可能需要很长的时间来培育。

（摘自经济观察网，齐冀，2017年4月26日）

[返回目录](#)

风险事件

“12春和债”发生付息违约

中投证券公告称，截至4月24日，“12春和债”发行人春和集团未能按期足额支付“12春和债”2017年年度利息，已构成实质违约。中投证券是“12春和债”的主承销商和债权代理人。

该公告指出，春和集团于2012年4月24日公开发行5.4亿元企业债券“12春和债”，票面利率7.78%，期限6年，同时在第3年末附加发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，无担保。目前“12春和债”剩余本金规模5.4亿元，将于2018年4月24日到期兑付（遇节假日顺延）。根据安排，“12春和债”存续期内每年的4月24日为付息日（遇节假日顺延），本月24日为本计息期付息日。

春和集团曾于2015年5月发生短融券本息兑付违约，并且自2015年6月以来，主体及相关债券评级被持续下调，反映出公司债务偿还前景持续恶化。目前，3家评级机构均给予春和集团主体C评级。从上个月开始，春和集团就持续发布公告，提示“12春和债”存在付息违约风险。

（摘自和讯网，2017年4月24日）

[返回目录](#)

联合视点

联合资信：关注城投债风险变化

2017年4月19日下午，联合资信评级总监张莉女士受邀参加惠誉评级主办的“2017中国信用市场论坛”，本届论坛的主题为“在日益变化的经济格局中寻

求机遇”，来自银行、保险、证券等金融机构、企业等债券市场参与方代表 200 余人出席了本次论坛。

联合资信评级总监张莉女士就我国城投债的发展、风险特征等发表了自己的看法。张莉女士认为，政府对于城投类企业违约的容忍度是逐步提升的。在中国资本市场的市场化建设和对外开放进程提速的大趋势之下，债券市场违约常态化符合市场规律。在 2016 年产业债信用风险事件密集爆发的背景下，城投债作为相对安全的投资标的受到市场的热捧，甚至被赋予类市政债属性。市场对城投债乐观情绪的逻辑在于，城投公司作为地方国企中独特的一类，在法律关系和业务模式上具有特殊性，相较于产业类国企，其经营与决策对地方政府的依赖性更强，这类企业若出现问题对政府声誉和地区金融稳定的影响更大，地方政府救助的意愿更强。虽然新老债划断之后城投企业的新债已经不属于地方政府债务范畴，但投资者仍倾向于认为城投债信用很大程度上来自于地方政府的信用背书。

实际上，2014 年财政部通过落实 351 号文对地方政府债务甄别、认定，已经明确了存量政府债务与企业的边界，同时规定平台不得新增政府债务。因此，如果未来城投企业债务无法偿付，在法律上是追溯不到地方政府偿债责任的。2016 年财政部官员曾明确表态，2015 年以后融资平台公司举借的债务，政府只以出资额为限承担有限责任；并提醒金融机构，给企业放贷时一定要注意政策的变化，注意风险损失。这已经明确向市场传递了管理层对城投企业违约并非“零容忍”的信号。

从 2014 年 43 号文以来，国务院和财政部陆续颁布了一系列关于政府债务管理和监督的文件，不断丰富和完善了地方政府债务管理的制度框架，对违法违规的融资行为做出了明确规定。去年以来，财政部针对地方政府违法违规的担保和举债行为开展专项核查，并首次要求对违法违规主体进行问责。这些举措进一步规范了城投债的属性，对防范地方政府和融资平台债务风险具有长期的积极意义，有利于降低城投债系统性风险的发生。

在目前已发债的 1500 多家城投企业当中，信用资质参差不齐，完全依靠地方财力去解决债务问题既不合法、也超出部分地方政府的承受能力，个别城投企业未来出现违约的可能性提高，投资者需要对不同企业做具体的分析判断。

针对 2016 年城投企业境外发债的爆发式增长，张莉女士分析主要驱动因素有两个方面，一是政策鼓励和政府支持为更多城投企业境外发债创造了便利条件，二是城投公司具有拓宽融资渠道、降低融资成本的主观意愿。

国家层面鼓励信用资质良好的企业利用境外的市场和资源，出台了系列促进跨境融资便利化、支持实体经济发展的政策措施。2015 年 9 月，国家发改委发布了《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》，取消企业发行外债的额度审批，实行备案登记制管理；要求扩大企业外债规模，有效利用境外低成本资金，鼓励资信状况好、偿债能力强的企业发行外债，优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等重大工程建设和重点领域投资，涉及这些领域重大项目建设和投融资的城投公司，无疑是受政策鼓励的。

除了中央层面的监管政策放松，地方政府出于宣传区域经济形象、扩大地区知名度、提高地方政绩的诉求，鼓励和支持城投公司海外发债。

境外发债的城投公司以省会级以上城市的城投公司居多。国际评级主要分布在 BBB 左右，平均发行利率较国内可比债券低 50BP 左右。资质弱一些的地级市和县级平台对应国际评级 BB~BBB-，并无成本优势，但是拓宽了融资渠道，同时也满足了借助发行外债塑造国际化形象的需求。

张莉女士提醒投资者需要密切关注城投企业的信用风险变化：随着存量地方政府债务置换进入倒计时阶段，投资人需要密切关注政策的动向和变化；在地方政府推动平台公司市场化转型的过程中，关注区域平台的资产重组与整合，这可能会对部分城投公司产生重要影响；三是重视对公司基本面的分析判断，甄别哪些在市场化发展转型中将持续获得地方政府的支持，哪些可能边缘化。

（摘自联合资信微信公众号，联合资信供稿，2017 年 4 月 19 日）

[返回目录](#)

土耳其修宪公投获通过，短期对土耳其主权信用水平影响不大

2017 年 4 月 16 日，土耳其举行修宪全民公投境内投票。初步计票结果显示，当前土耳其执政党正义与发展党推出的修宪草案在当天全民公投中以微弱优势获得通过，土耳其政体将由议会制改成总统制。

土耳其政治体制转向总统制，总统获得更多实权

土耳其现行的宪法于 1982 年 11 月 7 日起实施，以议会制为框架，国民议会最高立法机构，实行普遍直接选举。2007 年 10 月，土耳其全民公决通过宪法修正案，将现行的议会选举总统制改为全民直选。土耳其首次总统直选于 2014 年 8 月 10 日举行，时任总理的雷杰普·塔伊普·埃尔多安当选土耳其新总统。根据本次修宪草案，土耳其政治体制将由议会制向总统制转变，主要有以下几个重大变化：一是废除总理职位，总统成为实权领袖。二是总统权力进一步扩大。三是总统参与政党活动将不再受“政党中立”原则的限制。四是国民议会监督、质询职权被削弱。总体上看，2007 年土耳其通过修宪将现行的议会选举总统制改为全民直选，开始了议会制向总统制的过渡，本次修宪公投成功后，土耳其将在 2019 年总统选举和议会选举后正式实行总统制。

多因素促使本次修宪公投通过

土耳其近年面临政治稳定性差、地缘民族矛盾风险升高、军政权利冲突加剧、经济发展动力不足等问题。在这种背景下，土耳其民众更希望有一个强权的政府维持国家稳定，这是较多土耳其民众支持本次修宪草案的原因。一是土耳其政治稳定性较差，地缘、民族矛盾风险很高。由于地处欧亚大陆之间的特殊地理位置，土耳其的政治倾向经常在东方与西方之间摇摆不定。二是土耳其 1982 年宪法赋予了军队领导人极大的参政权，导致土耳其政党权力弱化、军事政变多发。实行全民修宪公投在一定程度上也是将总统目前已经承担的特殊权力常态化。三是国内环境不稳定导致土耳其近年经济发展动力不足，失业率高居不下，同时面临通货膨胀和货币大幅贬值的情况。此外，土耳其国内就业情况不容乐观，近 5 年的平均失业率维持在 9% 以上的较高水平。

对土耳其信用水平的影响

土耳其政治稳定性将有所增强，但仍然存在一些不稳定因素。取消总理、限制议会权力等修宪条款均大大加强了总统的权力，在一定程度上有利于执政效率的提高；同时在总统制框架下，总统进一步加强了对军队的领导和管控，再次发生军事政变可能性大大降低，利于执政环境稳定。但另一方面，由于此次修宪会导致总统权力过于集中且削弱了议会的控制权、国家司法权，公投赞成修宪草案

的选民较反对方仅有微弱优势（支持率不足 52%），这意味着土耳其未来政治格局将进一步分化，现任政府需平衡、协调与其他政党之间的分歧。

修宪成功或有利于土耳其经济改革进程的推进。土耳其现执政党已经推行了多年经济改革，主要包括提升投资环境、改善税收体系等方面，但由于内外部动荡以及土耳其自身的结构性问题（如对外依赖程度较高、外债及外债融资需求较高）导致改革进程推进缓慢。本次修宪公投的通过给土耳其创造了稳定的政治环境，现执政党也明确将经济改革正式提上日程，自 2017 年 5 月起致力于推进改革措施的实施。

短期来看，公投结果对土耳其主权信用水平影响不大。外部融资实力较弱是影响土耳其信用状况的主要负面因素，体现在长期高度依赖跨境资本提供融资、经常账户常年赤字、外债规模逐年增加、外债偿付能力不足等方面。由于这些问题的解决需要较长时间，因此本次修宪公投结果短期不会对土耳其信用水平产生较大影响。长期来看，如果经济改革能够有效改善土耳其的结构性问题并提升土耳其的外部融资实力，将对土耳其信用水平带来正面影响；如果经济改革未能给土耳其经济发展和外部融资实力带来显著改善，同时出现政府财政状况恶化、政府债务攀升等问题，将对土耳其信用水平带来负面影响。

查看全文请点击 <http://bond.jrj.com.cn/2017/04/19162722347912.shtml>

（摘自金融界，主权部供稿，2017 年 4 月 20 日）

[返回目录](#)

聚焦法国大选，欧盟一体化面临挑战

2017 年被称为欧洲“超级大选年”。除了已结束的荷兰大选外，法国、英国、德国、捷克等国都将举行重要选举，意大利也存在提前大选的可能性。英国脱欧和特朗普当选美国总统后，全球化趋势出现逆转，即将进行大选的不少欧洲国家以“反移民、反欧盟、反欧元”为政治纲领的孤立主义政党支持率显著提高，使得今年欧洲地区政治不稳定性加大，未来欧盟一体化进程面临较大不确定性。

将于近日（4月23日）开始的法国总统选举中代表民族主义和孤立主义的极右翼政党支持率保持领先，很可能成为影响欧盟甚至世界格局的不确定因素，本次法国大选备受关注。

一、法国政治制度和选举流程

根据现行的第五共和国宪法，法国实行半总统半议会制共和制。总统集国家元首、武装部队统帅以及行政权力中心为一体，有任免总理、解散议会，主持内阁会议、最高国防会议等职能；议会由国民议会和参议院组成，拥有立法权和监督权；总理由议会选举产生，作为国家行政首脑，负责国家内政和经济事务。法国的半总统半议会制政体赋予总统决定性权力，但会受到议会和总理的制衡。

法国大选包括总统选举和议会选举。总统选举规则遵循“多数两轮投票制”，即由选民直接选举总统，分两轮投票。第一轮投票可以有多个候选人代表的多个政党参选，得票率超过半数的候选人则直接当选总统，否则首轮选举中得票最高的两位候选人进入第二轮选举投票；第二轮投票得票最高者当选总统，如果进入第二轮的两名候选人中有人退选，则根据第一轮得票的顺序递补。法国总统任期五年，可连任一次。本次总统大选首轮投票选举为4月23日，第二轮为5月7日，5月16日新总统宣誓任职。

二、本次法国大选概况

法国实行多党制，由多个党共同组成联合政府，目前共有30多个政党，法国党派数量众多。本次法国总统大选的主要竞选人包括勒庞（国民阵线）、菲永（以共和党为首）、马克龙（前进党）和梅朗雄（民主社会主义党）。

1. 候选人政策分歧较大

本次法国大选候选人在政策上面的分歧主要体现在对移民问题和对欧盟态度两方面。移民问题是由于难民移民大量涌入法国、恐怖袭击事件多发，愈发受民众关注。对欧盟态度方面，随着英国脱欧以及欧盟自身制度问题日渐凸显，是否留在欧盟也成为民众所关心的问题。

2. 马克龙和勒庞支持率保持领先

最新民调（4月19日）显示，中间派马克龙和极右翼候选人勒庞保持领先，极左翼梅朗雄支持率大幅上升。

3. 关注勒庞、梅朗雄的胜选可能

根据最新民调，目前选情依然胶着，候选人支持率难分伯仲。勒庞、马克龙和梅朗雄支持率暂时保持领先，但没有候选人支持率超过 50%，因此需进入第二轮投票选举，下一任法国总统有很大可能在他们之中产生。若勒庞胜选担任法国总统，带来的最大风险是效仿英国将退出欧盟提上日程，这将导致法国和欧盟关系、欧盟内部格局甚至全球格局发生重大变化。

三、欧盟一体化面临挑战

法国大选极右翼势力支持率较高的背后，是法国民众对欧盟当前在移民等问题上处置不满意，以及对欧盟自身制度问题的质疑。不单单是法国，即将于今年进行大选的多个欧洲国家极右翼政党支持率显著提升，“反移民”、“反欧洲一体化”情绪日益升温，使得今年欧盟地区政治风险有所加大，未来一体化进程面临挑战。一是移民大量涌入、恐怖袭击多发使民众对欧盟政策的不满情绪日益升温。二是欧盟自身的制度问题日益严峻，经济强国的负担日益加重。三是欧洲各国极右翼政党异军突起表明民众对“反移民”、“反欧洲一体化”理念愈发支持。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170421/147023605.shtml>

（摘自中国债券信息网，主权部供稿，2017 年 4 月 21 日）

[返回目录](#)

联合资信解析 ABN、租赁资产证券化及不良资产证券化

2017 年中国资产证券化论坛年会于 4 月 24 日在国家会议中心顺利拉开帷幕，此次会议的主题为“合作创新，百花齐放”。预计此次年会的与会人数将再创新高，将有超过 3000 名活跃于国内外资产证券化领域内的人士参加，其中包括众多行业内专家及专业学者。大家将就资产证券化业务的全球化发展，尤其是资产证券化业务在中国的发展状况及趋势、产品及交易结构的设计与创新、风险定价与风险控制等话题进行探讨交流和经验分享。4 月 24 日下午，联合资信评估有限公司结构融资部总经理助理屈晓灿、高级分析师郑飞和高级分析师梁涛在三个不同会场同大家分别就资产支持票据、银行间市场金融租赁资产证券化和银行间市场不良资产证券化的相关议题进行了经验交流和分享。

屈晓灿在主题为“资产支持票据实操与案例分析”的分会上向大家介绍了资产支持票据发展现状及实务操作要点，并进行了案例分享。2016年中国银行间市场交易商协会推出了信托型资产支持票据（以下简称“ABN”），全年共有12家企业在银行间市场注册ABN（含公募、私募产品），注册规模217亿元，发行规模167亿元，基础资产种类主要为租赁债权、企业应收账款。对于发起机构而言，发起ABN具有拓宽融资渠道、降低融资成本、盘活存量资产、提升企业社会声誉等意义；对于投资者而言，ABN有资产增信，期限更为灵活，能够满足投资人更多元化的投资需求，此外，ABN具有风险和流动性溢价，投资ABN能够获得更好的风险收益比。

在主题为“银行间市场：金融租赁证券化实操与案例分析”的分会上，郑飞首先向大家介绍了金融租赁资产证券化的定义、特点及在我国的发展现状。截止到2017年3月底，银行间市场共有8家金融租赁公司成功发起了14单金融租赁资产证券化产品，总发行规模349.41亿元。从单数及规模来看，金融租赁资产证券化产品同银行间其他类型的资产证券化产品相比体量都相对较小，但市场潜力巨大。郑飞还向大家介绍了金融租赁资产证券化的操作流程、基础资产的基本要求和评级方法，并以皖金2016年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券为例，同大家进行了项目要点分享。

另一个热点议题是不良资产证券化，梁涛在主题为“银行间市场：不良资产证券化实操与案例分析”的分会上同大家分享了不良资产证券化市场现状、回收估值方法及实际操作要点。2016年银行间市场不良资产证券化重启，全年总共发行14单产品，发行规模达156.1亿元，处置不良资产510.22亿元，涉及五类基础资产。梁涛重点介绍了联合资信对不良资产回收进行估值的方法及关注要点。对于对公不良资产证券化项目，由于对公贷款同质性较低，所以通常逐一尽调估值，通过对借款人、保证人、抵\质押物及其他还款来源的依此分析，综合评估每笔资产的回收金额、回收时间及回收可能性；对于小微不良资产证券化项目，在入池贷款笔数较多且所属地区分散的情况下，通常采取抽样尽调估值再通过线性回归的方法由样本向资产池进行推广，由于小微企业主体实力较弱，估值过程将重点考虑抵\质押物的处置回收；对于房贷不良资产证券化项目，基础资产具有单笔规模较小、分散性较好、同质性较高等特点，基础资产附带的抵押物变现

能力明显高于其他类型，回收较有保障；对于信用卡不良资产证券化项目，基础资产同样具有单笔规模较小、分散性好、同质性较高等特点，回收估值过程主要依赖于对历史数据和入池资产特征的分析。

（摘自联合资信微信公众号，结构融资部供稿，2017年4月24日）

[返回目录](#)

联合资信解析银行间信贷资产支持证券评级方法及关注点

2017年中国资产证券化论坛年会进入第二日，在主题为“结构融资产品的信用评级方法和技术”的分会场上，联合资信结构融资部分析师王欢向大家介绍了联合资信对银行间信贷资产支持证券进行评级时的逻辑及方法。联合资信对于任意一个资产证券化项目的评级都可划分为定性分析及定量分析两部分，二者之间互为补充。定性分析部分，联合资信首先会关注基础资产权属是否清晰、资产池现金流是否可特定化、可预测，其次会关注整个项目的基本交易结构是否完备、是否设置了较为特殊的交易安排，此外，定性分析还包括对主要参与方履约能力进行分析等。定量分析部分，联合资信首先会对资产池的统计特征进行分析，在此基础上进行模型测算。对于以CLO、租赁资产ABS等为代表的，基础资产单笔金额较大、资产池中资产笔数较少的项目，联合资信会在确定了基础资产影子评级后，通过蒙特卡罗模拟得到资产池作为一个整体的违约概率分布，结合联合资信对不同级别所要求的置信度，最终求得不同级别对应的目标评级违约率；对于以RMBS、车贷ABS、消费贷ABS为代表的，基础资产笔数较多、同质性较强、分散性较好的项目，联合资信采用基于历史数据表现和资产池特征的统计精算法来分析资产池整体的损失可能性。定量分析的最后一步是进行现金流分析及压力测试，如在不同的现金流压力测试情景下求得的在确保优先级证券本息不违约的情况下资产池能够承受的最大违约率或损失率大于前述求得的特定级别的目标评级违约率或目标评级损失率，即可认为该优先级证券通过了该级别的模型测试。

在主题为“消费金融资产证券化的发展方向”的分会场上，联合资信结构融资部分析师赵晓丽跟大家介绍了联合资信对银行间市场个人消费贷款ABS产品采用的评级方法以及评级关注点。个人消费贷款ABS从2015年开始在银行间市

场发行，目前共发行 15 单，其中有 9 单为联合资信受托评级，有 4 单产品采用循环购买结构，均由联合资信提供评级服务。个人消费贷款 ABS 的评级过程同样分为定量分析及定性分析两部分。定量分析部分，联合资信会分析发起机构提供的历史静态池、动态池及资产池数据，采用精算统计的方法来计算资产池的必要信用增级水平，分析指标包括通过历史违约率、早偿率、违约时间分布、回收率，以及基础资产的各项统计特征，如入池贷款的集中度、利率水平、期限特征、担保类型、历史拖欠以及借款人的职业、年龄、收入、婚姻状况、信用评分等因素。最后会根据现金流偿付顺序构建现金流模型，在不同的情景下进行压力测试，通过一系列的定量分析手段评估现金流对证券本息兑付的覆盖倍数。定性分析部分，除了基础资产权属是否清晰、交易结构分析等环节外，联合资信还会特别关注贷款产品的客户定位、产品特征、贷款用途、担保方式及发起机构风控能力、贷后管理水平等因素，从而有助于综合判断资产池的信用风险。

（摘自联合资信微信公众号，结构融资部供稿，2017 年 4 月 25 日）

[返回目录](#)