

债市聚焦

第 25 期
总第 272 期
2018

政策指南

严禁以政府购买服务名义违规举债

发改委：严防外债风险，引导规范房企境外发债资金投向

深交所：强化债券年报信息披露监管 深市债市运行平稳向好

潘功胜：将完善熊猫债发行制度安排

市场动向

“债券通”开通一年 外资参与热情升温

棚改贷或转向棚改债 地方发债再开大门

银根紧缩下的房企生态：资金链告急，偿债难题待解

上半年取消发债逾 2500 亿 信用利差料延续分化

联合观点

埃尔多安当选修宪后首任总统，土耳其主权风险呈上升趋势

零售行业 2018 年一季度行业报告

2017 年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

正确认识违约 客观看待评级机构作用



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

严禁以政府购买服务名义违规举债

财政部 26 日发布《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》（以下简称新《办法》），向社会公开征求意见，公众可在 7 月 25 日前提出相关意见。新《办法》明确负面清单，对政府购买服务内容作了全面、明确的禁止性规定，严禁以政府购买服务名义违法违规举债融资。

据悉，财政部在 2014 年发布过《政府购买服务管理办法（暂行）》，该办法出台以来，购买领域不断拓展，购买资金规模快速扩大，政府购买服务改革工作取得阶段性进展和成效。同时，随着近几年改革实践的深入开展，也出现一些新情况、新问题，《办法》不能完全适应现实的需要。

财政部表示，研究起草新《办法》是为进一步健全政府购买服务制度，加强和规范政府购买服务管理，积极有序推进政府购买服务改革。

在购买主体方面，新《办法》明确，各级行政机关是政府购买服务的购买主体；党的机关、人大机关、政协机关、监察机关、审判机关、检察机关、民主党派机关、承担行政职能的事业单位、纳入行政编制管理的群团组织机关，参照有关规定执行。

当前政府购买服务工作中比较突出的一个问题是购买内容泛化，很多地方以政府购买服务名义违法违规举债融资或用工，加剧了财政金融和人事管理等风险。2017 年 5 月，财政部印发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，严禁借政府购买服务名义变相举债进行工程建设。

新《办法》结合该通知要求，明确负面清单，对政府购买服务内容作了全面、明确的禁止性规定。以下各项不得作为政府购买服务的内容并列入指导性目录：不属于政府职责范围的服务事项；应当由政府直接履职的行政管理性事项，包括但不限于行政决策、行政执行、行政监督等事项；服务与工程打包的项目；融资行为，等等。

鉴于当前一些地方实施的政府购买服务项目，在合同期限上超出了年度预算、中期财政规划的安排，没有据实足额安排购买资金，以及有的单位认为实行政府购买服务就意味着要新增财政支出等问题，新《办法》明确，政府购买服务应当先有预算、后购买服务，购买主体不得将实施政府购买服务作为申请增加本单位预算支出的依据。购买主

体应当做好购买服务支出与年度预算、中期财政规划的衔接，确定购买服务项目时，应当确认涉及的财政支出已在年度预算和中期财政规划中安排。

（摘自经济日报，曾金华，2018年6月27日）

[返回目录](#)

发改委：严防外债风险，引导规范房企境外发债资金投向

国家发改委有关负责人27日就《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》（下称《通知》）答记者问时表示，要合理控制外债总量规模，优化外债结构，有效防范外债风险。

该负责人表示，要规范企业举债有关资质要求和资金投向，加强外债风险预警，出台违规行为惩戒措施，完善市场约束机制。同时，引导规范房地产企业境外发债资金投向。

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》，实施企业外债备案登记制管理改革，为企业境外发债提供了较大便利，受到市场主体的普遍欢迎。2017年，企业境外发债2358亿美元。2018年1至5月，企业境外发债992亿美元，同比基本持平。

据介绍，近两年，部分企业尤其是房地产、地方政府融资平台等企业外债发行规模有所增加。这些企业评级情况参差不齐，有的经营收入和利润不高，自身实力有限，但申请备案登记的外债规模偏大，动辄数亿美元，甚至高达数十亿美元，申请发债规模与自身实力不相匹配。有的缺乏以项目本身收入偿还贷款的能力。部分企业由于没有外汇收入来源，抵御汇率波动风险能力较弱。为此，发改委和财政部近期联合印发了《通知》，对下一阶段企业发行中长期外债工作进行了部署。

该负责人表示，目前存在的问题主要包括三个方面：一是境外发债主体结构有待进一步优化，比如地方城投公司评级整体较低，房地产企业境外发债规模增长较快等。二是企业境外发债风险防控需要加强，部分企业自身资信情况一般，外债偿还能力受到关注。三是部门之间外债管理协调配合机制有待完善。

“下一步，我们将会同有关部门，健全本外币全口径外债和资本流动审慎管理框架体系，合理控制外债总量规模，优化外债结构，有效防范外债风险。”该负责人表示，国家发改委将从以下几个方面着手，不断改进完善企业境外发债备案登记工作：

其一是着力优化外债结构，重点支持一批综合经济实力强、国际化经营水平高、风险防控机制健全的大型企业和金融机构赴境外发债，引导资金投向创新发展、绿色发展、新兴产业、高端制造业以及乡村振兴、京津冀协同发展、长江经济带、“一带一路”建设和国际产能合作等重点领域项目，加大对实体经济的支持力度，有力推进供给侧结构性改革和新旧动能转换，推动经济高质量发展。

其二是尽快制定《企业发行外债登记管理办法》。在总结外债备案登记两年多来实行效果的基础上，进一步听取地方、企业、金融机构、中介机构等方面的意见建议，明确发债企业资质要求和条件标准，完善备案登记申报方式和办理程序，不搞变相行政审批，防止自由裁量，为企业跨境融资提供更多便利。同时，加强外债信息汇总和事中事后监管，明确违规约束措施，规范备案登记管理。

其三是规范企业举债有关资质要求和资金投向，加强外债风险预警，出台违规行为惩戒措施，完善市场约束机制。同时，引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。

其四是督促指导市场主体和中介机构主动加强国际资本市场分析研判，合理配置资产负债，优化币种和久期匹配。引导企业使用货币互换、掉期、远期外汇、期权等衍生产品防范汇率风险，降低债务成本，增强偿付能力。

此外，国家发改委还将推动部门间协同监管机制的完善，主动加强与国家外汇局等部门的沟通协调和信息共享，强化监管统筹。

该负责人表示，为确保《通知》能够得到有效贯彻执行，国家发改委将会同有关部门加强对企业外债发行领域信用体系建设，将外债发行违规主体和相关责任人纳入信用记录，实施联合惩戒。

（摘自上海证券报，于祥明，2018年6月28日）

[返回目录](#)

深交所：强化债券年报信息披露监管 深市债市运行平稳向好

深交所已于近日全面完成深市债券 2017 年年度报告事后审查工作。在中国证监会的统一领导下，深交所围绕发行人偿债能力确立重点监管对象，对信息披露、财务会计核算、募集资金使用及公司治理等方面进行重点关注。

防控紧盯六类监管对象

为提高年报事后审查的效率和质量，确立六类重点审查监管对象：一是经营、财务及现金流状况发生不利变化或发生其他重大事项可能影响偿债能力的发行人；二是发行人或其重要子公司被列入失信被执行人或存在债务违约的；三是发行人或其重要子公司受到重大行政处罚或自律处分的；四是最近一年债券跟踪评级被下调或评级展望为负面或列入负面观察名单的发行人；五是近期债券价格大幅下跌且投资者覆盖面较广的发行人；六是财务指标或发生重大事项触发《债券信用风险管理指引》中关注类或风险类指标的发行人。

四条主线、寻踪觅迹

结合债券产品的特点和监管经验，深交所今年年报审查中以信息披露及时、真实、准确、完整，财务会计核算合规，募集资金使用规范，公司治理有效运作为四大主线，及时梳理总结年报审查中发现的问题，加大审查深度与专业性。

一是关注信息披露的及时、真实、准确、完整。深交所通过年初发布 2017 年报披露通知、举办发行人年报披露培训等一系列举措，不断强化年报披露及时性与规范性要求，发行人信息披露意识明显提升，2017 年年报披露情况较往年进一步改善。

二是关注财务会计核算合规性。发行人年度财务报表应当按照企业会计准则编制，并由具有证券服务业务资格的会计师事务所审计。深交所在事后审查中重点关注审计师出具的审计意见和发行人财务会计处理的合规性。

在财务会计核算审查中，深交所重点关注发行人财务报表质量和财务信息的公允性，主要包括会计政策、会计估计变更、重大会计差错更正的依据与影响、资产减值准备计提充分性、会计科目和财务指标大幅变动的原因以及重大期后事项的处理等。

三是关注募集资金使用规范。对于审查中发现的募集资金账户未专户专用、募集资金使用情况与履行程序披露不充分、募集资金未按核准或约定用途使用以及未披露审计师对募集资金使用的专项审计意见等情况，深交所深查细究，要求发行人补充说明和披露，并视情况采取相应监管措施。

同时，结合国务院地方政府性债务管理相关规定的要求，深交所还着重关注类平台发债企业的募集资金使用情况，尤其关注募集资金是否存在转借他人或被挪用的情形、用于保障房建设项目的募集资金提取程序和使用方向是否合规，严防地方政府变相融资。

四是关注公司治理有效运作。今年年报审查中，深交所重点关注了发行人公司治理和内部控制是否有违反《公司法》、《公司章程》规定的情形，对于发生大额资产抵质押、对外担保、对外投资、资金拆借及关联交易的，深交所密切关注交易目的、决策权限和程序是否合规、是否违反募集说明书相关约定、拆出资金可回收性及对债券偿债能力的影响等问题。

做好债券风险防控相关工作

在证监会的统一领导下，深交所于年初对全年债券风险防控工作做出全面部署，着力补短板、强弱项，多项风控措施齐头并进，不断深化风险防控机制，切实履行一线监管职责：一是针对受托管理人在债券信用风险管理中存在的突出问题，于今年2月发布《关于进一步加强债券存续期信用风险管理工作有关事项的通知》，在《债券信用风险管理指引》基础上进一步强化受托管理人作为风险管理“看门人”的职责，细化信用风险监测、排查、预警等相关要求，夯实风险防控制度建设；二是积极开展存量债券风险监测与排查工作，着重对全年到期及回售债券的风险状况进行深入排查，摸清风险底数，提前防范化解风险，守住不发生系统性风险的底线；三是及时预判并跟踪风险债券，督促发行人和受托管理人及时披露提前预警风险，鼓励其在债券回售前了解投资者回售意愿，做好投资者沟通引导，明确回售预期，并采取行之有效的措施防范化解风险。

深交所有关负责人表示，深交所将继续在证监会的统一领导下，对于年报监管中发现的违规行为及时采取递进式监管措施。同时，加强对中介机构信息披露和信用风险管理工作的监管，密切关注评级机构对债券的跟踪评级情况，不断加强中介机构尽职履责的意识和能力，扎实做好风险防控工作，促进深交所债券市场持续稳定健康发展。

（摘自中国证券报，王兴亮，2018年6月30日）

[返回目录](#)

潘功胜：将完善熊猫债发行制度安排

中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜7月3日在债券通周年论坛上透露，有关境外机构发行境内债券的专门规则即将发布，使得境外发行人有更加清晰明确的发行指引。

具体而言，这项制度安排将简化境外机构在中国大陆发行债券的发行管理，比如金融机构来发行熊猫债由人民银行核准发行，非金融机构、境外的主权机构来发行熊猫债

由交易商协会进行注册发行，而且在发行的安排上可以一次注册、分次发行。其次是强化发行主体的信息披露，强调信息披露的准确、完整和及时，同时完善投资者保护机制，以及完善熊猫债发行的配套制度等。

据介绍，相关制度安排也将充分考虑国际情况，确定适当的会计准则要求，扩大认可的审计机构的范畴，支持国际评级机构参与评级。此外，通过熊猫债在中国大陆所发行募集的人民币资金，发行者可以自主决定是用于中国境内或者是调到境外去使用。

（摘自中国证券网，张忆，2018年7月3日）

[返回目录](#)

市场动向

“债券通”开通一年 外资参与热情升温

2017年7月3日，“债券通”、“北向通”上线试运行。近一年来，外资借道“债券通”参与债市热情逐渐升温。而外资参与力量增强，使得债券市场结构更加多元化，有利于分散金融风险、提升债市广度和深度。业内人士认为，随着市场生态的改善，更多资金有望进入中国市场。

资深债券市场人士张嘉为介绍，目前外资主要还是集中在国债、存单等品种上。“虽然外资也会关注地方债、信用债等品种，但目前从数据或实际交易感受来看，这一块还不明显，还需要一段时间的市场培育。”她说。另一家知名资产管理机构固定收益投资负责人也表示，外资对国债的兴趣提升。

另据香港投资基金公会主席黄王慈明介绍，香港投资基金公会不少会员公司正积极准备，希望能早日参与内地银行间债券市场。“随着国际债券指数公司逐渐将中国债券市场加入主要的全球指数中，中国债市在全球投资组合中成为一个独立的资产类别，是全球资产配置中不可或缺的一环。”黄王慈明说。

一家大型券商资管负责人表示，“债券通”带来的影响表现在几个方面。首先，“债券通”在很大程度上移除了债市的入场门槛，并放宽了境外投资者在债市的交易限制，使中国内地进一步贴近全球广泛使用的债券指数的遴选标准。其次，“债券通”起到了分散金融风险的作用，改变目前以银行信贷资产为主的金融市场结构，进一步提升债券

直接融资的功能。再次，外资通过“债券通”积极参与本币市场的交易，刺激了债券市场交易的流动性，增加了本币市场的广度和深度。

“外资参与力量增强，也使得市场结构、行情演变模式发生较大变化。”张嘉为认为，最明显的变化，一是汇率和利率的联动性明显增强，这表现在国债收益率、外汇掉期、利差都比以前敏感。二是外资的配置，更多通过二级市场交易，这与传统配置力量更多参与一级市场的情况有所不同。而且，外资在绝对价位上进行配置之后，对成本不是非常敏感，所以导致短期行情演变非常快。“传统机构对这种交易需要一个适应过程，调整越快，越能适应市场。”她说。

随着市场生态改善，中国债券市场对外资的吸引力将进一步提升。黄王慈明表示，“债券通”开通，有助于巴克莱全球综合指数、摩根大通政府债券指数-全球新兴市场多元化指数和花旗世界政府债券指数等全球债券市场主流指数将中国债市纳入。而一旦这些指数将中国纳入，这将为中国债券市场带来数千亿美元资金。

海外首支人民币债券基金发行人 Stratton Street 首席投资官 Andy Seaman 认为，目前外资机构对于中国市场尚属于低配。中长期来看，中国债券市场的配置必要性将显著提升。此外，长期来看，人民币相对于美元仍具升值潜力。不仅如此，相较于其它的新兴市场货币，人民币对美元的汇率波动性较低，这些都使得人民币资产在新兴市场资产中具有吸引力。

富达国际基金经理黄嘉诚表示，外资在“债券通”的参与度正在慢慢提升，但投放量大前提取决于人民币债的性价比和国际基金对人民币汇率的预期。在他看来，对于外资来说，中国债市具有不可取代性。一是人民币债券市场为全球资产管理公司提供多元化作用，因为它与其他主要全球资产类别的相关性较低，二是与来自其他国家的政府债券相比，中国政府债券风险调整后的收益率相对较高，三是在其投资组合中加人民币资产，可分散其它币种资产风险。

但是，黄嘉诚也表示，目前中国债券市场可用的对冲选择和工具有限，这一定程度上限制了外资参与热情。债券市场违约机制的进一步完善、信评质量的提升等，都将提升中国债券市场在外资中的吸引力。黄王慈明表示，外资参与中国债市仍存在若干操作上的问题，例如现行的交收安排还不能完全做到货银两讫、境外投资者买卖债券的税务政策欠清晰等。解决这些问题后，外资通过“债券通”参与中国债市的兴趣将进一步提升。

张嘉为认为，信用债未来会向国际接轨。在国外发达的债券市场中，就有成熟的垃圾债市场，形成非常成熟的投前投后的机制。目前，国内在这方面还有欠缺。未来，通过形成新的市场配置力量和机制完善，可能出现新的回归。机构如果对自身风险识别能力有信心，还是可以去做一些“沙里淘金”的事情。

（摘自中国证券报，叶斯琦、吴娟娟，2018年6月28日）

[返回目录](#)

棚改贷或转向棚改债 地方发债再开大门

对于近日关于棚改贷审批收紧的报道，接近财政部的专家告诉记者，或与财政系统整治地方政府负债有关。“棚改贷是隐性债务，需要权衡其总量”。

棚改贷日渐收紧

棚改这项重大的民心工程，最初实行实物分房，但后来被货币化安置代替，即拆迁人获得与安置房等价的安置款，自行选购住宅。

截至5月末，国开行今年发放棚改货币贷款4369亿元，用以棚改续建及2018年580万套新开工项目建设。简单比较发现，2018年1季度PSL余额的增量是3038亿，比2017年同期的1632亿几乎增长了一倍。

不过，记者了解到，从今年年初棚改审批开始生变，谨慎受理新增项目，存量项目仍旧执行。政府工作报告的表述已彰显细微变化，2017年的政府工作报告提出因地制宜提高货币化安置比例，但2018年的政府工作报告少了类似提法。

“2016、2017年政策主要方向是提高货币化安置比例，今年各省关于棚改货币化安置表述转变，可见棚改贷款的风向已经生变。”中国城市房地产研究院院长谢逸枫指出，棚改政策正由过去的地方一刀切转向国开行管控，说明暂缓新项目的棚改信号强烈。不过，谢逸枫直言，短期之内，棚改货币化离结束尚早，否则成交增长的最大引擎会全面熄火，楼市面临崩溃的可能性。“因为棚改货币化的主要资金就是抵押补充贷款(PSL)，一旦停止，棚改就是意味着停止。不仅经济受拖累，就连三四线城市的房企、房价、房地产市场就会面临着巨大的考验。因此，预计在2018年-2020年内，棚改实物安置比例会上升，货币化安置不会结束，其比例会控制在一个合理的区间。”谢逸枫判断。

转向棚改发债

“从实际操作上看，棚改热潮下降不可避免。因为棚改给房地产市场带来新的问题，

甚至会影响到地方债务的走势，调整时刻已经来了。”谢逸枫认为，在经济下行与大多数三四线城市去库存未完成压力下，一刀切的全面叫停棚改会导致房地产投资断崖的风险，且会出现烂尾楼的现象。

在谢逸枫看来，未来的棚改政策调整方向为四个方面：一是棚改货币化安置比例下降，转向实物安置比例上升。防止涨价去库存、拆迁户抢房现象；二是国开行新的棚改项目审批权由地方收回总行，防止隐性地方债务上升；三是新的棚改项目资金渠道的PSL局部收紧；四是新的棚改项目资金来源由PSL为主逐渐转向地方棚改专项债。

当前，新疆、安徽、天津等地出台了棚改专项债相关文件，全力支持“棚改发债融资”。6月20日，2018年天津市红桥区棚户区改造专项债券（一期）成功发行，标志着自财政部、住建部3月1日联合试点发行地方棚改专项债文件以来，全国首单棚改专项债正式落地。6月21日，安徽省财政厅下达阜阳市本级101.9亿元棚改专项债额度，现正在各项准备工作，预计不久将实施。

但谢逸枫也指出，棚改专项债根本无法代替PSL，因为发行规模有限，市场不受欢迎及地方缺乏动力。“由于未来偿棚改专项债的资金，主要来源于地方土地出让收入，肯定会倒逼地价上涨，房价也会因地价水涨船高而上涨。地方考虑到增加土地收入，调控关键是会出现放松或变相松绑的可能性，意味着楼市调控的收尾期将会在下半年或2019年来临。”谢逸枫说。

不过，上海城市学会高级经济师顾海波则认为，将棚改专项债纳入地方政府的债券发行计划，募集资金、发行和投向更加精准、更加透明。

“优先办理，加快审批”

事实上，棚改专项债的发行早已在规划之列。2013年8月底，国家发改委下发了《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》，在国开行推出首批两只“债贷组合”专项企业债之后，发改委首次明确鼓励将这一模式应用于棚改债券。2014年8月国务院出台《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，首提“研究推出棚改项目收益债券”。随后2015年8月，国家发改委为拓宽直接融资渠道，正式出台《项目收益债券管理暂行办法》，强调对于专项用于棚改项目的发债申请，“优先办理，加快审批”。

为解棚户区改造资金难题，各省也在精心准备棚改项目发债，并相继获批。2016年1月15日，广西大都投资有限公司非公开发行的北海市银海区北背岭、白壳村棚户区改造一期项目收益债券获得国家发改委核准，创全国棚改项目发债金额最大、审批速度

最快的记录。2017年4月28日，由安徽投资集团主导的安徽省首单棚改项目收益债“17阜阳棚改项目 NPB01”成功发行。这是安徽省棚户区改造直接融资的第一单，也是全国“第二家”。

今后，是棚改贷转向棚改债，还是棚改贷、棚改债并肩齐驱，抑或棚改债孤身迎战，都值得期待。

（摘自华夏时报，杨仕省，2018年6月28日）

[返回目录](#)

银根紧缩下的房企生态：资金链告急，偿债难题待解

近期，审计署、央行、发改委密集释放房地产融资层面的利空消息，直指银行贷款和海外发债。这意味着，已持续收紧了两年的融资政策，将可能迎来新一轮加码。

在楼市调控中步步退让的房企，正面临“前后夹击”的局面。一方面，销售回款、海外发债、私募、银行贷款等融资渠道大大受限，令企业的资金压力进一步提升；另一方面，偿债高峰期将在今年下半年出现，如何填补缺口将成为首要难题。

监管层释放从紧信号

近期，监管层对房地产市场进行了一轮密集表态，其中不少内容直接指向房企融资。6月20日，国家审计署发布报告指出，9家大型国有银行违规向房地产行业提供融资360.87亿元，抽查的个人消费贷款中也有部分实际流入楼市股市。6月25日，央行发布报告指出，“一些房地产企业负债率较高，偿债压力较大”。6月27日，发改委负责人在答记者问时强调，“部分企业尤其是房地产、地方政府融资平台等企业外债发行规模有所增加。这些企业评级情况参差不齐，有的经营收入和利润不高，自身实力有限，但申请备案登记的外债规模偏大，动辄五六亿美元，甚至高达数十亿美元，申请发债规模与自身实力不相匹配。有的缺乏以项目本身收入偿还贷款的能力。部分企业由于没有外汇收入来源，抵御汇率波动风险能力较弱。”6月28日，住建部等七部委联合开展治理房地产市场乱象专项行动。虽未直接提及房地产融资，但整治内容包括“违规销售”，被认为将对房企的定金和预售款来源产生影响。

这一轮表态是过去两年来融资政策不断收紧的延续。从2016年以来，在楼市调控政策收紧的大框架下，监管层分别对私募、发债、信托、银行等融资渠道做出限制，使得房企的资金来源不断收窄。华创证券指出，2015年和2016年，房企的主要资金来源

为境内发债。到 2017 年，该渠道逐渐被 ABS 和中票所替代，发债也转向海外。进入 2018 年，海外融资也大大受限，前 5 月房企利用外资规模下降了 76.2%。

在日趋严厉的监管下，企业的融资成本不断上升。根据公开融资信息综合统计，2016 年，内地发债平均成本在 4%-5%的水平，部分企业可低至 4%以下。到 2017 年，成本普遍提升至 5%以上，中小房企则提升至 7%-9%。诉诸海外的部分，资金成本也因美国加息而抬升，且普遍不低于国内融资。同策研究院首席分析师张宏伟指出，“到 2018 年，叠加银信业务、委托贷款、企业债、海外融资等渠道进一步收紧，房企面临融资困境，很难融到钱，甚至有的房企融资成本在 12%-15%。”

未来或现“以价换量”

春江水暖鸭先知。房企对这种变化有着明确的感知。房地产市场比较好的时候，银行会主动拜会房企。如今情况已经反转。某国有银行地产金融事业部负责人表示，大型银行已基本不向 50 强以外的房企发放开发贷和信用额度，部分银行甚至将合作范围缩至 30 强和 20 强房企。

“仅仅现在我知道，TOP20 房企当中，至少 6 家是比较紧张的，降准解决不了它们的问题。另外，其中有一家全国性品牌房企 1-4 月拿地投入 800 亿，5 月份开始已经暂停拿地，还有另外一家品牌房企，为了融资几乎质押了公司的全部股权，现在也面临比较大的偿债压力。”张宏伟说。他还表示，从房企资金兑付压力来看，2018 年房企面临的压力将真正体现（2016 年房企集中加杠杆扩张，借贷资金平均周期 2 年）。

实际上，一些小型房企已经出现债务违约。有媒体报道称，云房集团持股 51%的子公司京鹏地产，出现对重庆国际信托股份有限公司 3 亿元债务到期未偿付的情况。恒盛地产早在 2017 年的年报中就披露，“若干借款的本金还款及利息付款分别为 32.73 亿元及 14.97 亿元已逾期（逾期贷款）”。

大中型房企则积极开展自救，很多企业的策略已经发生调整。某闽系房企相关负责人表示，企业应对资金压力的手段并不多，无非是“少举债、少拿地、快周转、薄利润”。他还表示，很多房企的销售目标增幅都已下调，今年整体的扩张速度肯定会放缓。

在拿地方面，企业的态度十分谨慎。该人士透露，过去两年诞生的很多高价地和“地王”项目，正悄然引入合作方，从而分担市场风险。某大型房企西安公司负责人透露，总部对区域公司的拿地预算收得很紧，从去年下半年以来，公司还没有在西安拿地。由于该公司拥有一定的项目储备，“总部的要求是，先把项目卖一卖，做点回款”。他同

时说，当前最大的问题在于限价政策较为严厉，因此暂时还不会大规模推盘，对价格的让步也比较有限。但未来的销售策略如何，还要视政策的变化而定。

张宏伟则认为，以价换量将是必然。“2018 年三季度为民营房企资金兑付压力最大的时间。出于回款目标压力、资金兑付压力与资本市场‘借新还旧’渠道收紧等因素，更多的房企会放弃自己的价格‘底线’，寻求主动降价。”

（摘自 21 世纪经济报道，张敏，2018 年 6 月 29 日）

[返回目录](#)

上半年取消发债逾 2500 亿 信用利差料延续分化

27 日，多家企业宣布取消债券发行。临近季末，债券取消或推迟发行的现象进一步增多。据统计，今年以来，取消或推迟发行的债券规模已超过 2500 亿元，其中 6 月以来就超过了 500 亿元。业内人士表示，信用环境紧张叠加季节性因素影响，致使近期债券发行难度较大；未来几个月，债券到期和回售规模不小，由此带来的再融资风险依然值得警惕。

取消发债现象多发

27 日，又有多家企业宣布取消债券发行。舟山交投公告称，决定取消公司今年第一期超短融发行，该短融券发行金额 6 亿元，发行日为 6 月 26 日。建湖城投公告称，决定取消公司今年第一期中票发行，该中票发行金额 5 亿元，发行日为 6 月 22 日、25 日。江苏沙钢公告称，决定取消今年第二期中票发行，该中票发行金额 10 亿元，发行日为 6 月 25 日至 26 日。淮北建投公告称，决定取消公司今年第三期中票发行，该中票发行金额 5 亿元，发行日为 6 月 25 日至 26 日。至于取消发行的原因，这 4 家企业无一例外地表示“近期市场波动较大”。

今年以来，债券发行失败或推迟的情况多发，4 月以来这一现象进一步加重。据统计数据，截至 6 月 26 日，今年已有 406 只债券取消或推迟发行，计划发行规模合计 2593.5 亿元。其中，4 月以来取消或推迟发债的数量和金额分别达到 236 只/1499.5 亿元。二季度取消或推迟发行的债券在数量和金额上都超过了一季度。

6 月至今，则有 75 只债券取消或推迟发行，金额超过了 500 亿元，这当中绝大部分是取消发行。按业内人士的解释，债券取消发行通常是因为未能达到计划募资规模，发行失败。这从相关公告的时点上也看得出来，一般取消发行的公告都是在发行日之后公

布，而推迟发行的公告时点则在原定发行日之前。

再融资风险继续释放

业内人士指出，近期债券取消或推迟发行的现象增多，既有季节性因素影响，更源于融资收紧的大环境。二季度以来，信用违约等负面事件较多，又进一步加重市场风险规避情绪，导致中低等级信用债更加难发。

一个突出的现象是，近期中低等级民企债销售难度明显加大，发行失败的案例中低等级、民企债占比很高，而发行成功的债券多为高等级债、国企债。信用债供给结构发生了显著的变化，背后反映的是市场对中低等级债券，尤其是中低等级民企债券的规避情绪。

与此同时，今年信用利差整体走阔，尤其是二季度评级间利差明显拉开。按照中债估值数据来看，上半年只有 AAA 级中票由于收益率下行幅度大于基准利率（同期限政策性银行债收益率），利差小幅收窄，其他品种信用利差都是扩大的，尤其是 AA 等级特别明显，各期限整体扩大 30-50BP。单看二季度，信用利差评级分化更为显著，AAA 级各期限信用利差基本都是收窄的，AA+评级利差扩大了不到 10BP，AA 级各期限则明显扩大。

券商研报指出，目前不光是债券，目前企业各类融资渠道都在收缩。而从债券到期/回售分布来看，今年下半年非金融企业信用债到期和回售总量共 3.3 万亿元，不低于上半年，其中主体评级在 AA 及以下等级的信用债到期量大约有 5300 亿元，回售量大约 2900 亿元。下半年民企债券到期压力也不小，再融资带来的违约风险释放难言结束。

研究机构认为，信用债市场需求弱化及风险偏好下降的趋势难以快速扭转，下半年信用利差分化走势仍将继续，高资质中短期限信用债配置价值良好，低资质债券抄底还为时尚早，但可以逐步开始关注局部错杀机会。

（摘自中国证券报，王姣，2018 年 6 月 29 日）

[返回目录](#)

联合观点

埃尔多安当选修宪后首任总统，土耳其主权风险呈上升趋势

提前至 2018 年 6 月 24 日的土耳其新宪法公投通过后的首次总统和议会双选举平稳举行。根据对 98.8%选票的统计结果，在参选的 6 名候选人中，埃尔多安赢得 52.5%的选票，共和人民党候选人穆哈雷姆·因杰仅仅获得 30.7%的选票，排名第二。因埃尔多安在首轮总统选举中的得票率超过了 50%，将顺利直接当选总统，而无需进行第二轮投票。

在同日举行的土耳其议会选举中，埃尔多安领导的执政党正义与发展党和在野党民族行动党组成的“人民联盟”赢得多数席位。根据对 97.9%选票的统计结果，正义与发展党获得 293 个席位，民族行动党获得 49 个席位，人民联盟共计获得议会 600 个席位中的 342 席，但未能夺得 360 席的绝对多数；反对派组成的“国家联盟”夺得 258 席，包括共和人民党获得的 146 个席位，人民民主党获得的 67 个席位，以及好党获得的 45 个席位。

联合观点：

2017 年的全民公投确认将延续近百年的议会制政体转为总统制，但仅以微弱的优势通过体现了土耳其人民对政体转变存在严重分歧；

大选大幅度提前体现了埃尔多安对土耳其经济前景的担忧，土耳其未来经济增长下行的可能性较大；

伊斯兰化进程有可能加快，土耳其国内伊斯兰势力和世俗派的矛盾料将继续加深，强人政治下腐败等问题可能加剧，国内政局的不确定性存在上升的可能；

与海湾国家、欧洲和美国的紧张关系料将进一步升级，土耳其及中东地区的地缘政治局势或将进一步复杂化；

货币政策的独立性或将受到更严重的干涉，里拉贬值持续或加剧主权风险状况。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2018-06-28/193296709.html>

（摘自和讯网，联合资信、联合评级主权部供稿，2018 年 6 月 28 日）

[返回目录](#)

零售行业 2018 年一季度行业报告

2018 年第一季度，我国零售市场整体保持平稳增长的发展态势，百家零售企业销售额增速较去年同期有所上升。其中化妆品类、金银珠宝类消费增速达近年来最高点，消费复苏态势显著。百货业态盈利提升，但增速仍低于其他零售业态；超市业态增速进一步加快，龙头企业如永辉等规模优势显著。电商对实体零售业的冲击仍在延续，龙头电商如苏宁易购、跨境通等企业高速增长。

2018 年第一季度，零售行业新发债券较少，由于 2017 年发债零售企业整体营收提升、盈利能力保持稳定，财务杠杆水平虽有增长整体可控等原因，发债企业未发生信用评级调整事件，信用状况总体保持稳定。

我们预计 2018 年上半年零售企业将延续 2017 年的复苏回暖趋势，信用展望将继续保持稳定。其中超市业态龙头企业规模优势显著，预计行业将进一步加速整合，规模与渠道对于企业信用水平的影响加大；百货业态受化妆品与金银珠宝消费快速增长的影响，发展环境有所改善，“新零售”改造有望加速；电商业态预计仍将维持快速增长，流量规模与供应链完善程度对电商企业信用水平影响较大。未来零售企业向“新零售”转型的需求依然迫切，“新零售”改造也出现了一些成功的案例，但该等商业模式存在其适用环境，盲目跟风将造成较大的投资风险。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180703/149622284.shtml>

（摘自中债信息网，联合评级工商二部供稿，2018 年 7 月 2 日）

[返回目录](#)

2017 年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

2018 年以来，在金融去杠杆持续推进以及资管新规出台等多重因素影响下，企业融资环境整体收紧，部分对外部融资依赖度较高的企业面临较大的流动性压力，并最终爆发违约风险。在整体流动性紧平衡的背景下，流动性风险已经成为我国债券违约的重要因素之一，分析企业流动性对防范债务违约风险具有重要意义。

流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对其短期（通常一年内）债务偿还保障能力的评价。流动性评价可以有效揭示企业流动性风险，对于因流动性紧张引发的违约风险起到一定的预警作用。

根据流动性评价原理，评估了我国公募债券市场 2495 家发行人的流动性风险。评估结果显示，发行人流动性评价结果分布仍主要集中在 L-3 及以下级别，且发行人流动性风险整体较上年略有上升；较低信用评级的发行人流动性风险相对较大；民营企业发行人面临的流动性风险有所上升；产能过剩行业以及消费服务行业发行人面临的流动性风险较大；东北地区、东南沿海地区和经济欠发达地区部分发行人面临较高流动性风险。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180702/149617911.shtml>

（摘自中债信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 7 月 3 日）

[返回目录](#)

正确认识违约 客观看待评级机构作用

今年以来，债券违约事件时有发生，各参与方的业务都受到一定程度的影响，发行人融资受阻，投资者“踩雷”，评级机构更是饱受争议。

投资者该如何理解债券违约事件？如何看待评级机构的作用？对此，联合资信评估有限公司研究部副总经理刘艳日前在接受中国证券报记者采访时表示，我国目前的违约事件总体上为个例性质，对此无须恐慌。另一方面，信用评级本质上是对评级对象违约可能性的排序，并非高级别的主体/债项就不会发生违约，市场参与者应客观看待评级机构的作用，进而合理使用评级机构的评级报告和评级结果。当然，国内评级机构评级质量和市场公信力有待提高，这需要监管层和市场参与方的共同努力。

中国证券报：如何理解当前债券违约事件频发的现象？

刘艳：我国债券市场违约步入常态化发展阶段，打破刚兑是纠正信用风险定价扭曲、促进债市健康发展的必经之路。

尽管违约的发生对企业通过债券市场进行直接融资以及投资者的投资业务具有不利影响，但是信用风险的存在是市场经济发展的客观规律，违约是债券市场的重要组成部分，也是宏观经济和行业周期性变化下的必然结果，出现违约事件也是成熟债券市场的特征之一。从长远来讲，非系统性违约事件的发生对于消除信用市场定价扭曲、完善市场风险分散分担机制以及提高评级的实际价值具有积极意义，打破债券刚性兑付也有利于市场参与者加强对信用风险的认识及重视程度，进而采取有效措施管控风险。

从国际经验看，违约事件有一定的传染性，恐慌情绪迅速扩散可能形成系统性风险，

这是需要认真警惕和防范的。但我国目前的违约事件总体上为个例性质，不具有较大的传染力，系统性风险不大，因此也无须恐慌。

中国证券报：在信用风险的揭示方面，信用评级机构发挥了哪些作用？

刘艳：近几年，得益于我国债券市场的迅猛发展，我国信用评级行业快速成长，信用评级已经成为我国债券市场重要的进入门槛、投资与定价参考标准、风险判断参考标准等，评级机构的市场作用日益凸显，成为重要的基础设施。一些投资者认为信用评级已经是“刚需”。

一是信用评级作为重要的市场看门人，为债券市场的健康发展发挥了重要作用。当前我国债券市场存续的信用债发行人约有 4757 家，仅相当于我国规模以上工业企业总数的约 1.3%，占一定规模以上企业总数的比例要更低，这一方面是由于我国的融资结构是以银行贷款为主，另一方面也是因为信用评级起到了重要的筛选作用，众多信用风险较大的企业没有进入债券市场。二是信用评级报告成为重要的信息披露渠道，评级机构为我国社会信用体系建设发挥了重要作用。以银行间债券市场为例，2017 年各家评级机构共出具跟踪评级报告 4186 份，为债券市场参与者提供了大量的企业信用信息、行业风险信息。三是信用等级为债券市场定价提供了重要参考。信用利差分析显示，信用评级具有较为明显的评级区分度，信用评级的风险揭示作用较为有效，信用等级为债券市场发行、交易定价提供了重要参考。四是信用等级与违约率负相关，即各级别违约率基本呈现随级别降低而递增的趋势，表明信用评级具有一定风险揭示作用。五是信用等级调整能够引起债券显著的价格反应，市场对于债券级别调整的认可度较高，信用评级发挥了重要的信用风险预警作用。2014 年至今，债券市场新增违约主体中，按首次主体违约发生的时间计，除去已被终止评级和无主体等级的情况，公募债券市场上的违约主体约为 59 家，违约时间的上一自然年发生评级变动的约有 33 家，其中，主体级别调降 28 家，展望调降 5 家。

需要注意的是，债券违约是由宏观经济、行业走势、企业自身存在的一系列因素共同导致的。而信用评级是由独立的信用评级机构对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析研究，就其偿还债务的能力及其偿债意愿进行的综合评价。信用评级本质上是对评级对象违约可能性的排序，即高级别主体/债项违约率低于较低级别主体/债项违约率，并不是高级别的主体/债项不会发生违约。从国际三大评级机构的表现来看，即使是 AAA 级发行主体，也会出现违约。

中国证券报：对于评级机构的发展完善有什么建议？

刘艳：客观来看，国内评级机构在评级质量、信用风险揭示方面仍然存在不足。而信用评级事关金融定价权和话语权，我国评级行业的健康发展需要监管层和市场参与方的共同努力。

建议监管层从维护国家金融安全和我国评级行业健康发展的目的出发，通过逐步推动双评级、逐步放开外资评级机构开展特定产品和特定行业的评级业务等方式给予国内评级机构一定程度的扶持。同时，加强对评级行业的监管，促进国内评级机构评级质量的提高，提高竞争力和话语权。

从评级机构自身来说，应当加强人才队伍建设，留住核心团队；完善公司治理与内控制度，提高评级的独立客观公正性；不断提高评级技术水平，提高评级质量，努力为投资者及时准确揭示信用风险，不断提高公信力和影响力，取得市场的认可和信任。

（摘自中国证券报，王姣，2018年7月3日）

[返回目录](#)