

债市聚焦

第 47 期
总第 294 期
2018

政策指南

11 部门联合发文要求加快“僵尸企业”出清
绿色债券标准委员会正式成立
上交所：明确公司债券预审核权限 规范债券停复牌行为

市场动向

五洋建设拟破产重组 违约信用债处置探索市场化路径
全国首单公租房储架式证券化产品获批

风险事件

“15 华信债”已构成实质性违约
“17 永泰能源 MTN002”出现违约
“17 龙跃 E1”、“17 龙跃 E2”未按时足额支付利息
洛娃科技债券交叉违约早有伏笔：出海买买买挤压资金
“18 永泰集团 SCP001”出现违约
宏图高科短期内两债券违约 受控股股东流动性风险影响

联合观点

“轻”资产行业中的“重”商誉
房地产行业运行三季报
煤炭行业季度研究报告（2018 年 7 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日）
国内外煤炭行业信用评级方法的比较与研究
机场运营企业国内外信用评级方法的比较与研究
国内外城投公司评级方法的比较研究
国内外保险业信用评级方法的比较与研究
商业银行债券发行利差与财务指标分析
高速公路企业/收费公路企业信用评级方法的比较与研究
银行业 2018 年第三季度观察报
明确证监会统一执法权，我国债市统一监管迈出重要一步



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

11 部门联合发文要求加快“僵尸企业”出清

12月4日，国家发展改革委、工信部、财政部等11部门联合印发《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》（下称《通知》），要求加快“僵尸企业”出清，有效防范化解企业债务风险，助推经济提质增效。通知发布后三个月内确定首批名单，2020年底前完成全部处置工作。

今年8月，国家发展改革委等5部委联合印发《2018年降低企业杠杆率工作要点》，就相关任务划定时间表时就已明确提出了三项必须在2018年底前完成的任务，即完善转股资产交易机制，加强转股股东权益保障以及完善“僵尸企业”债务处置政策体系，加快“僵尸企业”出清。此次《通知》进一步划定时间表。按照要求，尚未确定过“僵尸企业”和去产能企业债务处置名单的地方各级人民政府、各级相关国有资产管理部門，应在通知发布后三个月内确定首批名单。要合理安排确定后续处置企业名单，原则上应在2020年底前完成全部处置工作。

从处置范围来看，《通知》将其分为直接债务、统借债务和担保债务三大类，实施分类处置，并给出相应要求。其中，“僵尸企业”和去产能企业的直接债务，是由“僵尸企业”和去产能企业法人单位作为借贷主体、债权债务关系清晰的债务。统借债务，是由企业集团作为借贷主体统借统还实际用于“僵尸企业”和退出的合法合规在籍产能项目债务。担保债务，是由企业集团或其他第三方为“僵尸企业”和退出的合法合规在籍产能项目借贷提供担保形成的担保债务。对于直接债务，可分别采取破产清算、破产重整、债务重组、兼并重组等方式分类处置。通知特别提出，对具备清偿能力的去产能企业积极进行追索，切实防止恶意逃废债行为。而对符合破产清算条件的“僵尸企业”，应坚决破产清算。

《通知》还给出一系列配套政策，如落实完善相关金融信贷政策。《通知》要求，对债务处置不到位、资产负债水平持续超出合理水平且按时偿付到期债务有困难的“僵尸企业”，监管部门应严格展期续贷、借新还旧、关联企业担保贷款等业务的实施条件，禁止给予金融机构特殊监管政策支持，并对操作不规范的金融机构实施必要的惩戒。严禁政府通过财政补贴维持“僵尸企业”存续的行为。

对于兼并重组所需金融服务,《通知》持支持态度。“加大对兼并重组的金融支持,鼓励金融机构在依法合规和风险可控的前提下提供发放并购贷款,支持符合条件的企业发行并购票据和引入并购基金。”

(摘自上海证券报,于祥明,2018年12月5日)

[返回目录](#)

绿色债券标准委员会正式成立

党中央、国务院高度重视绿色发展,多次提出要大力发展绿色金融,“绿色发展”已成为五大发展理念之一,加强生态环境保护、打好污染防治攻坚战是国家发展建设的重大战略。在此背景下,我国绿色债券市场取得了快速发展,截至2018年11月末,国内绿色债券市场累计发行金额6015亿元,其中2018年度发行总额超过1895亿元。为进一步贯彻落实“构建市场导向的绿色技术创新体系,发展绿色金融”等系列绿色金融政策精神,助推绿色债券市场规范和高质量发展,提高绿色债券评估认证质量和水平,2018年12月7日,在人民银行、证监会等主管部门的指导下,绿色债券标准委员会成立会议暨第一次委员会会议在北京顺利召开。人民银行金融市场司马贱阳副司长莅临指导并致辞,25家成员单位代表出席会议,交易商协会冯光华副秘书长作为主任单位代表主持会议。

金融市场司马贱阳副司长在致辞中表示,绿标委的成立标志着我国绿色债券自律管理协调机制落地运行,在绿色债券市场发展中具有里程碑意义,是落实国家绿色金融发展战略、扎实推进绿色债券市场健康规范发展的务实举措。同时,他指出,本次成员单位代表来自于市场相关自律组织、基础设施平台以及银行、券商、保险、基金、信托、非金融企业等各个领域,具备较强的权威性、代表性和专业性。希望各成员单位积极建言献策,研究制定绿色债券评估认证备案操作规则、实施市场化评价,并开展执业行为检查,通过形成优胜劣汰的市场环境提升专业水平,确保绿色债券的纯度,从而真正发挥绿标委的专业作用,为我国绿色债券市场健康、规范发展添砖加瓦。

(摘自银行间市场交易商协会网站,2018年12月7日)

[返回目录](#)

上交所：明确公司债券预审核权限 规范债券停复牌行为

日前，上海证券交易所发布实施了新修订的《上海证券交易所公司债券上市规则》及《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》。

上交所表示，此次修订除了规则体例及结构的调整外，重点对5个方面进行了优化。包括加强一线监管，切实提升监管效能；规范债券预审核规程，强化申报即纳入监管；健全信息披露和存续期管理安排，强化投资者权益保护；规范债券停复牌行为，保障债券市场平稳运行；做好衔接协调，健全交易所债券自律规则体系等。

对于《上海证券交易所公司债券上市规则》，上交所通知称，未达条件的公司债上市不采取竞价交易方式。仅采取报价、询价和协议交易方式。

要达到的条件包括四个：（一）债券信用评级达到AA级或以上；（二）发行人最近一期末的净资产不低于5亿元人民币，或最近一期末的资产负债率不高于75%；（三）发行人最近3个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的1.5倍；（四）上交所规定的其他条件。此外，债券存续期交易方式的动态调整由上交所另行规定。《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》，是上交所对原《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》进行了修订，并将其更名。

上交所表示，2015年以来，公司债券市场平稳发展，市场结构不断优化。随着市场规模逐步扩大，进一步夯实基础性制度安排、完善上市挂牌规则的必要性日渐凸显。此次修订除了规则体例及结构的调整外，重点对5个方面进行了优化。

一是加强一线监管，切实提升监管效能。落实《证券交易所管理办法》对交易所履职提出的最新要求，将自律监管对象拓宽至发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员或履行同等职责的人员，以及提供有关服务的专业机构及其人员，并增设了现场检查等监管方式及收取惩罚性违约金等措施，促进各市场参与者归位尽责，进一步提升监管效能。

二是规范债券预审核规程，强化申报即纳入监管。通过设置专门章节强调了上市预审核、挂牌条件确认环节的监管要求，进一步明确债券预审核的权限、申请文件要求、自律监管权限及期后事项报告等事项，落实“申报即纳入监管”的预审核要求。

三是健全信息披露和存续期管理安排，强化投资者权益保护。适应债券信用风险防控的新挑战、新形势，重点完善了存续期制度安排，包括进一步丰富和强化信息披露要

求，夯实信息披露义务人责任，明确发行人信息披露事务负责人的资质要求；细化受托管理人的尽职调查、风险管理、补位披露、风险提示等职责，优化持有人会议制度安排，进一步强化风险防控及持有人权益保护。

四是规范债券停复牌行为，保障债券市场平稳运行。近年来，部分债券因异常波动或按规定被实施停牌等，导致流动性丧失等问题，受到市场关注。此次修订进一步完善了债券停复牌的适用情形，确保债券交易的连续性，并细化停牌期间的信息披露、风险排查等要求。

五是做好衔接协调，健全交易所债券自律规则体系。吸纳了近年来新发布的相关规则要求，明确可交换债券、永续期债券等特定品种债券的监管规定，进一步完善债券交易转让机制安排。

上交所称，债券上市挂牌规则是上交所债券市场的基本业务规则，此次修订发布将有利于进一步夯实上交所债券市场自律管理规则体系，规范发行人、中介机构等市场参与主体的上市挂牌、信息披露、交易转让及信用风险管理等市场行为，将为建设高质量交易所债券市场奠定更为坚实的制度基础。

上交所将继续一如既往地扎实开展债券市场自律管理工作，不断提升组织市场和服务实体经济的能力，切实维护债券投资者合法权益，促进和保障交易所债券市场平稳有序健康发展。

（摘自每日经济新闻，王小璟，2018年12月9日）

[返回目录](#)

市场动向

五洋建设拟破产重组 违约信用债处置探索市场化路径

近日，五洋建设破产重整申请被法院受理。至此，通过法治化途径、市场化方式，解决违约信用债处置迈出了实质性的一步。

根据五洋建设在上交所的公告称，由于公司到期债务不能履行，且明显缺乏清偿能力，但尚具有挽救价值和可能，浙江省绍兴市中级人民法院裁定受理申请人对公司的破产重整申请。

五洋建设是浙江一家未上市民营企业，主营业务为工程建设。据其 2016 年上半年的财报显示，营收为 78 亿元，但此后公司再未对外披露定期财报。公司于 2015 年 8 月与 9 月公开发行了两只公募债券，合计金额为 13.6 亿元，发行时债项评级为 AA 级。2017 年 8 月，五洋建设两期公司债：“15 五洋债”和“15 五洋债 02”因未完成回售和利息兑付而构成实质违约。

2018 年 7 月 6 日，证监会正式下发《行政处罚书》，认定五洋建设通过虚减企业应收账款和应付账款方式，将公司包装成优良资产，骗取发行公募债许可。同时，对五洋建设处以罚款 4140 万元，并给予警告，责令改正，对五洋建设董事长陈志樟终身证券市场禁入。

据了解，此前已有债券持有人以自己名义向绍兴中院提交破产清算材料，要求对五洋债发行人五洋建设集团有限公司发起破产程序。不过，在前不久召开的 2018 年第四次“15 五洋债”债券持有人会议时，过半数的票选仍赞成撤销或暂停发行人五洋建设破产申请的议案。

据统计，“15 五洋债”投资者中个人投资者占比 49.09%，机构投资者占比 50.91%。“15 五洋 02”投资者中个人投资者占比 57.68%，机构投资者占比 42.32%。这些投资者一直在探索各种方式，包括法治化解决的途径。不过，据了解，投资者对于维权方式并未达成一致意见，同时就后续维权的司法诉讼成本、诉讼前景也有较大分歧。

此前，围绕五洋债违约后续已经上演了忽悠式重组、金融借贷纠纷、罢免受托管理人等各出戏码，然而后续处置方案迟迟未定。

目前，仍有部分投资者表示，希望通过行政渠道的方式解决，由证监会主导让中介机构刚兑兜底。不过，这显然与资管新规明确要求打破刚兑的方向不符。

国家金融与发展实验室副主任、国家资产负债表研究中心主任张晓晶曾表示，面对债券违约、企业破产，市场及投资者表现出极度的不适应。对于债券违约的蔓延和传染要保持警惕，但不能因此“阻止”违约或破产发生。事实上，以违约、破产方式完成的退出，是市场出清的必要步骤，是风险缓释的正常过程，更是打破刚兑、让市场发挥决定性作用的重要环节。

（摘自上海证券报，朱琳娜，2018 年 12 月 6 日）

[返回目录](#)

全国首单公租房储架式证券化产品获批

2018年12月7日，全国首单储架发行公共租赁住房租金收益权资产支持计划——“国开-上海地产第一至八期公共租赁住房资产支持专项计划”获得上海证券交易所无异议函，储架获批额度100亿元，开启了公租房资产证券化的新篇章。

“国开-上海地产公租房资产支持专项计划”由国家开发银行担任专项计划统一协调人，国开证券为专项计划管理人和主承销机构，国泰君安作为联席销售机构，上海地产集团为专项计划资产服务机构，底层资产为上海地产集团持有的公共租赁住房租金收入。本专项计划采取一次储架、分期发行的机制，优先级证券评级为AAA，期限25年，储架获批额度100亿元，首期拟发行额度18亿元。

作为全国首单储架式公租房资产证券化产品，本专项计划得到了证监会、上交所等主管部门的高度重视与大力支持。本单产品通过市场化方式创新使用直接融资工具、盘活国有企业存量资产，提升了公租房依靠自身现金流融资的能力，加大了对中低收入家庭住房的支持力度，对拓展保障性安居工程融资渠道、促进住房租赁市场健康可持续发展、建立“多主体供应、多渠道保障、租购并举”的住房制度具有重要引导与示范意义。

（摘自证券时报网，2018年12月7日）

[返回目录](#)

风险事件

“15华信债”已构成实质性违约

2018年11月21日，债券受托管理人公告了《国开证券股份有限公司关于上海华信国际集团有限公司2015年公开发行公司债券2018年第二次债券持有人会议决议公告》。该次债券持有人会议通过了第四条议案《根据本期债券募集说明书第四节第五条“发行人违约责任及争议解决机制”第（一）项“发行人违约责任”第二款之约定，本期债券的本金和相应利息于2018年第二次债券持有人会议决议公告之日起的第5个工作日提前到期（原投资者回售选择权不再生效），并于本议案生效之日起10个工作日内足额清偿本期债券应付本息的议案》，受托管理人已于2018年11月22日以函件形式向发

行人发送了《国开证券股份有限公司关于上海华信国际集团有限公司 2015 年公开发行公司债券 2018 年第二次债券持有人会议决议之执行督促函》，督促发行人尽快落实议案事项。

截至 2018 年 12 月 5 日，即决议公告日后第 10 个工作日，发行人未能履行上述债券持有人会议通过的决议。鉴于发行人未履行本息偿付义务的事实，“15 华信债”已构成实质性违约。

（摘自上交所网站，2018 年 12 月 6 日）

[返回目录](#)

“17 永泰能源 MTN002” 出现违约

上海清算所发布公告称，2018 年 12 月 6 日是“17 永泰能源 MTN002”的付息日。截至今日日终，公司仍未收到永泰能源股份有限公司支付的付息资金，无法代理发行人进行本期债券的付息工作。值得一提的是，2018 年 8 月 3 日，永泰能源股份有限公司即公告称，“17 永泰能源 MTN002”触发交叉违约条款已提前到期，提前到期日为 2018 年 7 月 30 日。

（摘自上清所网站，2018 年 12 月 6 日）

[返回目录](#)

“17 龙跃 E1”、“17 龙跃 E2” 未按时足额支付利息

“17 龙跃 E1”和“17 龙跃 E2”2018 年付息计息期间为 2017 年 12 月 6 日至 2018 年 12 月 5 日，付息日为 2018 年 12 月 6 日，总计应付付息 1.02 亿元，发行人未能按照《龙跃实业集团有限公司 2017 年非公开发行可交换公司债券（第一期）募集说明书》的相关规定按时足额支付利息，构成违约。

（摘自 Wind，2018 年 12 月 7 日）

[返回目录](#)

洛娃科技债券交叉违约早有伏笔：出海买买买挤压资金

12 月 6 日晚间，洛娃科技实业集团有限公司（简称“洛娃科技”）发布公告称，“17 洛娃科技 CP001”应于 2018 年 12 月 6 日完成付息兑付工作，截至 2018 年 12 月 6 日

终，本公司未能按照约定将“17 洛娃科技 CP001”相关资金按时足额划至上海清算所，本期债券发生实质性违约。此外，“17 洛娃科技 CP001”违约也直接导致“18 洛娃科技 MTN001”的交叉违约。洛娃科技已承诺称，不晚于 12 月 20 日偿付“17 洛娃科技 CP001”的剩余本息。

洛娃科技资金链问题并非一日之寒，其近年来海外扩张的速度持续加快，不仅接连收购欧美的日化公司，还在国外储备了大量农业土地；此外，随着洛娃科技销售渠道的扩张以及不断增多的广告投入，公司的费用支出也不断增加。

曾因违规使用募资被责令整改

2017 年 12 月，洛娃科技便被中国证监会北京监管局责令整改，原因包括：债券募资违规使用、未及时披露新增借款超过上年末净资产 20%等。此外，中国证监会北京监管局还披露，洛娃科技存在财务管理不规范、内部控制薄弱、部分会计核算和科目使用不合规的现象。

大举海外并购收效甚微

由于公司的不断发展，洛娃科技近来将眼光瞄向了更大的市场。近年来，洛娃科技先后完成对法国小麦平原农业公司、法国香布思农业公司、法国图芒农业公司等八家公司名下的土地收购以开展粗粮及面粉生产等业务。截至 2017 年底，以上项目共花费了洛娃科技 2.08 亿欧元的投资金额，但在 2017 年中，却仅实现了 0.11 亿欧元的营收和 0.03 亿欧元的净利润。2017 年，洛娃科技还通过 4000 万美元对价获得了美国攀柔莎 80% 股权，并以股权收购和购买可转债的方式，以 652.54 万欧元的价格完成对夏特拉尔 1802 公司的收购，以此进军个人护理行业。

公司近来的一系列海外扩张和营销拓展行为似乎颇为激进，而这也成为其出现资金压力的重要原因。由于收购行为的不断增加，公司的在建项目也产生了较大的融资需求。当前，公司主要在建项目共包括美国攀柔莎生产线建造项目、法国 1802 设备改造项目、阿荣旗牛场扩建等项目，总投资 4.75 亿元。但截至 2018 年 3 月底，以上项目仅完成投资 459.22 万元，不足计划投资的 1%。

乳制品和日化产品价格竞争激烈，公司费用大幅攀升

随着洛娃科技千县计划的展开，其营销渠道大幅扩张。数据显示，2017 年，公司管理费用为 4.46 亿元，同比 2016 年大幅增长 93.95%，费用主要来自公司拓展业务需要的人员费用的增加。

此外，公司还为业务推广不断展开营销与广告赞助活动，2014年，影星许晴曾获聘为洛娃日化代言人。几年来，洛娃日化多次冠名、赞助热门卫视综艺节目；不仅如此，双娃乳业旗下公司也聘请了影星刘涛成为其品牌代言人。

（摘自每日经济新闻，2018年12月7日）

[返回目录](#)

“18永泰集团SCP001”出现违约

上海清算所发布通知称，2018年12月10日是永泰集团有限公司2018年度第一期超短期融资券的付息兑付日；截至今日日终，仍未收到永泰集团有限公司支付的付息兑付资金，无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。债券已构成实质违约。

（摘自上清所网站，2018年12月10日）

[返回目录](#)

宏图高科短期内两债券违约 受控股股东流动性风险影响

A股上市公司江苏宏图高科技股份有限公司（简称“宏图高科”）于2015年发行的中期票据“15宏图MTN001”本应于2018年11月26日兑付，但却在未取得机构投资者同意的情况下，单方面要求展期两年。针对此次违约事件，交易商协会近日已多次约谈相关主承销商，并开展了一系列工作。12月7日晚间，上海清算所公告称，12月7日是“18宏图高科SCP002”的付息兑付日，截至日终，公司仍未收到付息兑付资金，无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。

12月11日，宏图高科公告称，“15宏图MTN001”未能按期足额偿付本息。关于违约原因，宏图高科表示，鉴于公司受到控股股东三胞集团有限公司流动性风险的影响，公司目前部分资产被冻结，导致公司流动性紧张。目前为化解三胞集团流动性风险，三胞集团金融债委会已经成立，三胞集团及其下属企业的投融资、重大资产重组及资产处置等事项应按照债委会的会议精神统筹安排并落实相关工作。

Wind统计显示，除违约债券外，宏图高科目前存续债券2只，存量规模为7.5亿元，分别为“17宏图高科MTN001”、“16宏图高科MTN001”。

（摘自每日经济新闻，2018年12月11日）

[返回目录](#)

联合观点

“轻”资产行业中的“重”商誉

近几年，随着 A 股市场并购重组案例的增多，商誉规模快速增长；以软件、传媒等为代表的轻资产行业为例，轻资产行业商誉规模快速攀升，目前占净资产的比例已然很高，高商誉同时也意味着高风险，因为商誉指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力的资本化价值，代表的是未来的获利能力，若未来的获利能力不能正常体现，那么将会导致商誉减值，商誉减值一方面导致资产缩水，另一方面会侵蚀当期利润。同时发生商誉减值，也说明并购事项很大概率并未实现预期的效益，即预示着并购的失败，并购标的很大概率成为负资产，负资产可能持续影响企业正常的经营效益，进而对企业的信用水平产生不良影响。因此对于高商誉问题，我们需要持续关注。

通过对轻资产行业近几年的并购重组案例进行分析，我们发现：

1. “股权+现金”方式是轻资产行业并购重组时最主流支付方式。
2. 轻资产行业在并购重组时并购标的的增值率整体偏高，细分行业来看，游戏行业由于其盈利能力较强，并购标的的增值率最高。支付方式为“现金”支付的并购标的的增值率最低，支付方式为“股权”方式的并购标的的增值率整体最高。同行业并购时并购标的的增值率一般较高。
3. 对赌期最后一年未完成业绩承诺概率较高，最后一年的业绩承诺至关重要，需要尤为关注。
4. 商誉减值似乎和并购时支付方式无明显关系；但从重组目的来看，多元化战略整合的重组发生商誉减值比例均值最高，横向整合目的的重组发生商誉减值比例均值最低。另外，商誉减值更多的发生在业绩承诺到期时点和业绩承诺到期之后。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181206/150425092.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商二部供稿，2018年12月6日）

[返回目录](#)

房地产行业运行三季报

土地购置方面，2018 年前三季度土地购置面积累计同比有所上涨，归因于地价的上涨，购置金额大幅增长；一线城市土地成交面积有所下降，二线土地市场前期活跃后处于降温状态，预计后期将维持这一趋势；三线城市土地市场呈先扬后抑态势，总体看趋于稳定，预计后期土地成交面积增速会有所回落；2018 年前三季度二三线城市土地溢价率明显回落，预计土地溢价率进一步回落，回落速度趋缓，一线城市土地溢价率触底后反弹，预计后期其土地溢价率低位徘徊。

新开工方面，在去化状况良好以及预计调控政策持续背景下，2018 年三季度房企主被动补库存动力较强，新开工意愿继续回升；一线城市房企开工意愿大幅回升，二线城市随着因城施策政策的实施，房企开工意愿有所回升；三线城市开工力度明显加大。

开发投资方面，2018 年 1~9 月房地产开发投资增速高位回落，韧性依旧；一线城市投资增速有所回升，二线城市投资增速波动下行，三线城市投资增速快速上升至高位后快速下降；预计 2018 年第四季度房地产开发投资增速面临下行压力。

房产销售方面，受严格的房地产调控及融资渠道收紧的影响，房地产企业加快推盘进度以实现销售现金流的快速回笼，但购房者观望情绪明显，2018 年前三季度房地产销售额和销售面积增速小幅回落，预计受政策持续深化影响及购房者预期转变，市场逐步进入调整；一线与核心二线城市受政策影响致使供给不足，导致销售面积增速维持低位；三线城市销售情况表现仍最佳，增速略有下滑，三四线城市销售增速有一定不确定性。

库存方面，前期去库存政策作用下，全国房地产市场库存不断减少，去库存取得显著效果，但自 2018 年三季度开始，库存有重新回升迹象。库存回升说明供给大而去化慢，市场观望情绪浓厚，房企营销压力加大，同时库存上行将倒逼房企主动降价，以价换量，加快项目去化速度完成年度销售目标。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181206/150425146.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商二部供稿，2018 年 12 月 6 日）

[返回目录](#)

煤炭行业季度研究报告（2018年7月1日至2018年9月30日）

2018年三季度，下游电力和钢铁运行情况良好，为煤炭需求提供一定保障。受迎峰度夏影响，电力企业采购意愿明显，三季度电厂煤炭库存整体处于高位。受供给增加影响，6~7月，动力煤和焦煤价格整体有所下降，但随着夏季电力需求增长以及钢铁企业高炉开工率上升影响，7月以来动力煤和焦煤价格有所回升。

2018年7~9月，政策方面延续供给侧改革的基调，行业供给整体偏紧；但煤炭供给侧改革向结构性去产能转变，优质产能逐步释放，有利于煤炭市场供给的稳定，原煤产量环比小幅下降，同比小幅增长。

从煤炭企业债券市场表现来看，2018年7~9月，永泰能源股份有限公司和四川省煤炭产业集团有限责任公司发生实质违约，其中永泰能源股份有限公司的主体长期信用等级下调。2018年7~9月煤炭行业债券发行规模137.60亿元，到期债券规模840.19亿元；10~12月煤炭行业债券到期规模940.52亿元；受融资环境等多方面因素影响，债券发行规模远低于到期规模，未来部分企业可能因资金紧张发生流动性风险。

今年四季度，受供给侧改革和进口煤限制政策等因素影响，煤炭供给预计将偏紧。但宏观经济增速放缓、工业企业错峰生产、港口电厂库存较高和采暖替代等因素将影响煤炭需求，总体看，预计四季度煤炭价格将维持高位震荡。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/sLj5PW0db9aMXSgoXeGVeQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商三部供稿，2018年12月6日）

[返回目录](#)

国内外煤炭行业信用评级方法的比较与研究

国内外评级机构煤炭企业评级方法的逻辑基本相同，均通过经营要素、财务要素、管理要素等判断企业的信用风险和信用级别。其区别主要在于：

（1）外部经营环境（行业风险、周期性等）对信用等级的影响

在外部经营环境方面，标普已将采矿行业风险等级定为“适度的高风险性”、将采矿行业周期性的等级定为“高”、将竞争风险定义为“中等”，同时注重在特定国家开采的国别风险；穆迪在评级方法中并未设置行业发展情况、行业竞争或周期性等指标，而是通过收入规模的持续性、稳定性判断煤炭企业抵御行业周期性波动的能力。

而国内主要评级结构大多设置了宏观经济运行状况、行业供需、行业政策等指标，这些指标在一定时期内的变动会影响该行业内企业的在该时期的信用级别情况。

（2）安全环保等对信用等级的影响

由于我国煤炭行业集中度较低、开采机械化程度水平差距较大，且国内对环保要求的逐步提高，国内主要评级机构在分析煤炭企业的信用情况时，大多设置了安全环保方面的指标；而标普和穆迪在设置指标方面均未在环保、安全事故方面设置相关指标。

（3）股东背景以及行业政策对于煤炭行业信用等级的影响

由于我国特殊的国情背景以及历史遗留问题，部分具有国有背景的煤炭企业承担了一定的社会职能并得到较大的股东支持，大大降低了债券违约的可能性，因此，国内评级机构在对煤炭企业进行评级时更多的关注了企业的股东支持，而弱化了企业的债务负担情况；另外，我国市场化程度整体相对较低，政府对煤炭市场干涉力度大，国内评级机构在对煤炭行业企业进行评级时普遍关注了煤炭行业的政策性因素。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/siC4kTMTkzk7vyH0cYEqzQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商三部供稿，2018年12月6日）

[返回目录](#)

机场运营企业国内外信用评级方法的比较与研究

近年来，随着我国机场改革的不断深化，国际航空业逐步放开，航空业务市场化程度进一步提高，越来越多的机场运营企业进入社会公共资本市场开展筹融资活动。机场兼具公益性与收益性特征，同时其业务又拥有良好的现金获取能力，因而受到债券投资者的较多关注。但我国民航运输业与信用评级行业由于所处国情以及所处的阶段不同，相关评级体系的建设、评级方法的制定与国外主流评级机构相比存在一定差异。

本文分别对国外评级机构以及国内评级机构的机场运营企业评级方法进行对比梳理，包括国际主流3大评级机构和国内4家评级机构。其中国际三大评级机构中，穆迪（Moody's）和惠誉（Fitch）均针对机场运营企业制定了详细的评级方法，标普（Standard&Poor's）并未将机场列为单独的行业进行分析，而是针对整个交通运输设施行业（包括机场、港口、收费公路，停车场等）制定了一套评级方法。国内评级机构对机场运营企业的评级方法尚处于探索和完善阶段，目前仅联合资信、联合评级、中诚信国际和东方金诚4家机构制定了机场行业评级方法。通过梳理上述7家评级机构的机场

运营企业评级方法，我们发现，国内评级机构的评级方法更侧重于评级逻辑与评级要素的细致陈述，详尽程度略有不同。国际评级机构与国内评级机构相比，其评级方法中除了介绍关键的评级要素外，还包含了定量评估工具，

总体看，穆迪和标普的评级方法由于评估范围基本一致（主要针对美国和加拿大的公有制机场企业），因而二者评级思路基本一致，评估要素差异较小，均赋予相应要素具体的权重，其中对“市场地位”因素均设置较高的权重。而惠誉的评级要素与穆迪和标普差异较大，主要有如下差异：一方面表现在，惠誉对评级要素侧重于定性描述，仅将四大类主要风险因素分为了强、中、弱三挡，并未对要素赋予具体权重，量化程度弱于穆迪和标普，主观性相对较大；另一方面表现在，惠誉在对机场企业财务状况进行评估时，分别进行基本情景分析、基于评级假设的多情景分析及敏感度分析，全面分析受评主体未来在不同情境假设下的偿债能力，且上述分析通常涵盖至少五年的预测期，其财务指标更偏重于对未来业绩和偿债能力的预测；最后，惠誉评级要素中的基础设施发展/重建因素和完工风险因素，穆迪与标普均未将其纳入考虑范围。

国内评级机构对机场企业的评级要素大体一致，可大致分为经营风险因素和财务风险因素两大类，其中联合资信、联合评级与东方金诚的评级要素较为全面，中诚信国际的评级要素重点较为突出，其“市场地位”、“营运能力”、“财务政策及实力”要素与穆迪基本一致，在穆迪要素基础上，结合我国机场行业发展特征，中诚信增加了“外部支持”和“公司治理与管理”要素。

国外先进信用评级机构经过百年经验的积累，评级方法已较为成熟。关于机场行业公司的信用评级方面，国内评级机构可以从国际评级机构在评级对象性质的划分、重要要素的选择、评级要素的评估等方面得到一系列的借鉴与启示。比如，国际评级机构评级方法体系较为详细、完整；对于机场公司，资本支出项目也应是关注的重点因素；关注乘客结构等。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181206/150424992.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商一部供稿，2018年12月6日）

[返回目录](#)

国内外城投公司评级方法的比较研究

本文分别对国外评级机构以及国内评级机构关于城投公司或政府相关实体的评级方法进行对比梳理，其中包括国际3大主流评级机构和国内主要评级机构。从各机构评级方法来看，均对城投公司或政府相关实体制定了详细的评级方法，国内评级机构对城投公司的评级方法差别不大，但国际评级机构对国内评级结构相比，差别较大。

(1) 国际评级机构与国内评级机构在评级逻辑上差异较大，经分析其主要原因在于对城投企业或政府相关实体的定义不同造成的，国内评级机构通常将城投企业作为独立行业进行分析；而国际评级机构将其认定为政府相关实体，对政府相关实体自身信用按照实体所属行业的具体评级方法进行分析，再通过特定方法对比政府信用进行调整。

(2) 国际评级机构在模型制定以及量化打分方面论述较多，如标普的二维映射打分法、惠誉五种调整原则以及标普的联合违约分析法，国内评级机构在此方面论述较少。

(3) 对政府支持考虑不同，国内评级机构考虑较多的为政府在财政补助、资产划拨等方面的支持（也就是一般支持），对企业发生流动性风险时政府提供特别支持的分析不足，这也主要是由于国家政策不同导致的，目前我国政策不允许地方政府对城投企业提供类似担保及承诺文件，而国际评级机构将政府特殊作为分析的重点。国内评级机构对城投公司或政府相关实体评级分析逻辑基本一致，都可以归纳为企业自身信用、政府信用两方面和政府支持可能性三方面，关注点略有不同，部分机构将政府信用与企业自身信用整合分析，按照从宏观到微观的逻辑进行分析，而部分机构将两者分别进行分析，通过两者之间的联系或重要性对企业最终级别进行评定。

(4) 国内评级机构对城投公司或政府相关实体评级分析逻辑基本一致，都可以归纳为企业自身信用、政府信用两方面和政府支持可能性三方面，关注点略有不同，部分机构将政府信用与企业自身信用整合分析，按照从宏观到微观的逻辑进行分析，而部分机构将两者分别进行分析，通过两者之间的联系或重要性对企业最终级别进行评定。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181206/150425330.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商一部供稿，2018年12月6日）

[返回目录](#)

国内外保险业信用评级方法的比较与研究

综观国内外保险公司评级方法，本文重点从评级分析的逻辑框架、评级关注的主要要素两方面进行对比和综述。通过对比发现：

1. 关于评级体系构成，国内机构基本都分为主体评级和债务评级；而国际机构更加细分，且各有不同，如对主体或债务的评级通常都可分为长期和短期，惠誉对债务有单独的违约回收率评级，标普、惠誉和贝氏对公司主体还有不同层次的评级，等等。

2. 关于评级逻辑，国际机构各有不同的逻辑路径，而国内机构除大公外基本一致。

3. 关于评级的分析要素，整体上，国内外各评级机构对保险公司（含财险寿险）的分析要素差异不大，基本均围绕运营环境、财务实力、业务经营、风险管理、外部支持及其他考虑因素展开分析。

4. 尽管总体要素基本一致，但各评级机构从各自专业视角出发，对于各个评级要素的关注侧重点不尽相同。如穆迪强调财务实力表现；贝氏也认为财务实力最重要，但更强调风险管理贯穿整个财务报表实力、经营业绩和业务状况中；中债资信看重业务经营状况；大公看重偿债能力，等等。

5. 关于给出前瞻性评级意见，国外机构更侧重于压力测试、模型量化分析等技术手段进行量化预测分析，所给出的级别通常是能够承受一定变动压力而无需调整评级结果的；而国内机构多基于历史分析，很多机构未提到前瞻性评估，部分机构提到前瞻性评估的也对此论述较少或仅限于通过战略分析等定性的预测判断，几乎没有涉及定量分析。

6. 关于评级考察的数据期限，国际4大机构均至少考察5年相关数据（财务数据），贝氏在必要时甚至考察10年；而国内机构一般未明确考察期限，但从实际评级报告来看，一般只考察2~3年。

7. 关于评级要素的权重，考虑到信息披露等多种原因，多数评级机构并未在评级方法中披露要素赋权情况；仅大公和穆迪给出了主要要素的基础赋权情况，穆迪还给出了主要定性和定量指标对应每个级别下的认定区间，惠誉给出了主要指标的中位数参考值。惠誉也明确指出，大多数信用因素是以相对重要性来衡量的，而且这些因素间会相互影响，因素权重也会随着时间而变化，因此没有给出确切权重比例。

8. 相比于本国/区域性的评级方法，全球性的评级方法还要关注国家主权风险、国家间的监管差异、会计政策差异、外汇风险等因素。

9. 部分机构的评级方法较为独特,例如大公设计了几个偿债指数并进行仿真模拟测验;贝氏从承保杠杆、财务杠杆、资产杠杆等着手分析净资本情况,并给出了各要素影响的模型图解。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181206/150426265.shtml>

(摘自中国债券信息网,联合评级金融部供稿,2018年12月6日)

[返回目录](#)

商业银行债券发行利差与财务指标分析

2018年1~10月,52家商业银行发行了69只金融债券,共募集资金2834.50亿元,募集资金总额同比减少20.60%;44家银行发行了50只二级资本债,共募集资金3684.20亿元,募集资金总额同比增长9.15%。AAA主体级别的商业银行在金融债和二级资本债上的发行规模均占绝对优势,占市场发行量的比重分别为85.87%和92.83%。

截至2018年1~10月,从商业银行主体级别分布情况来看,大型商业银行和股份制商业银行均为AAA级,从资产规模来看,基本上需要达到3000.00亿元以上;城商行主体级别主要集中于AA~AA+区间,主体信用级别普遍高于农商行,其资产规模处于440.00亿元~3000.00亿元;农商行受限制于自身银行的特性,以及受区域经济影响较大等因素,主体信用级别主要集中于A~AA-区间,资产规模80.00亿元~600.00亿元左右,同时此级别分布区间受各信用评级机构的信用政策影响较大,存在级别差异性。

2018年商业银行发债利率呈现上升态势,AAA主体级别的商业银行债券平均发行利差同比提高18bp至127bp,AA+主体级别银行提高28bp至172bp,利率上行期AAA主体级别商业银行明显占优势。平均发行利差低的商业银行资产总额已不是最主要的优势,其股东背景的强弱与利差的相关性较弱。从商业银行拨备覆盖率和不良贷款率等财务指标来看,明显发现拨备覆盖率保持较高充足水平和不良率低的情况下,与利差水平具有显著的相关性。在信用风险发生周期中,银行的自身盈利水平和风险控制能力是保持利差较低水平的主要因素。A+~AA-主体信用级别中利差排名靠前的农商行与区域经济相关性较强,其自身盈利能力保持较高水平,同时不良率低于平均行业水平2个百分点左右。

总体来看,2018年以来,我国的经济增速有所放缓,受中美贸易战和金融去杠杆的影响,金融市场整体波动较大;监管部门延续2017年以来的强监管、严监管态势,银

行业整体“去杠杆”明显，同时盈利能力明显改善，但银行资产质量仍存在一定压力。联合评级对今年以来银行发债的利差进行研究发现，同等评级的商业银行其利差水平受盈利指标与不良率指标影响较大，说明投资者已不再单纯的考虑银行的规模来定价而是越来越重视银行自身的内生可持续发展的盈利能力和风险控制能力。目前我国银行业受经济下行期的影响不断开始转型，行业间分化态势越发明显，随着监管的进一步加强，具备吸储能力较强，且资产运营能力和风险控制能力较强的银行，将在同业竞争中更具优势。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181207/150433595.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融部供稿，2018年12月7日）

[返回目录](#)

高速公路企业/收费公路企业信用评级方法的比较与研究

本文分别对国外2家评级机构（标普未公布）以及国内6家评级机构关于高速/收费公路企业的评级方法进行对比梳理后发现：国外评级机构系通过对关键评要素进行评价得到基础信用等级，再通过调整因素修正，得到最终级别，但2家机构各自关注的关键要素有一定差异。国内评级机构则是从经营风险和财务风险入手进行分析，结合外部支持得到基础等级，再通过调整项进行调整得到最终级别，且各家机构关注的要素差异不大。国内和国际评级机构之间在评级逻辑和关注要素方面则存在较大不同。

综观国内外高速/收费公路主体评级方法，本文重点从评级分析的逻辑框架、评级关注的主要要素两方面进行对比和综述。通过对比发现：

1. 国际评级机构与国内评级机构在评级逻辑上的差异主要体现在外部支持。与国外评级机构不同，国内评级机构对于高速/收费公路的评级逻辑与平台类企业类似，归纳为企业自身信用水平和外部支持（以政府支持为主）两方面。国外评级机构在评级逻辑上较少考虑外部支持，更偏重于在评级要素上考虑企业提高收费标准时来自政府的态度。主要原因在于国内高速/收费公路因为行业特殊性、项目历史形成的投融资体制，使得企业的市场化经营程度相对较低，多定位为某一地区高速公路投融资、建设和运营主体。
2. 在评级的过程，国际评级机构会考虑受评主体未来可能面临的不同经济情景，或有助于提高级别调整的及时性。惠誉会评估在商业周期中收费公路可能遇到的不同经济情景，首先，惠誉会制定基本情景，即惠誉认为在其预测期内可能产生的经济环境以及

在这种环境下项目的财务和经营业绩表现，考量因素和指标设定会基于惠誉对于历史表现的观点和发起人或咨询顾问的预测。基本情景下的现金流是跟踪评级和压力测试分析的共同出发点。在确定基本情景的基础上，惠誉还会建立评级标准，这是用于确定评级的基准。评级标准一般会反映车流量、收入和费用、以及与之相符的在商业周期的低谷期可能出现的业绩表现。最终，评级标准基于主体的具体类型和属性来确定。受国情不同影响，国内评级机构对于在上述评级过程中面临的问题则说明较少，评级方法中则主要是对评级逻辑和评级要素的细致描述，国内评级机构可借鉴国际评级方法进一步完善自身评级体系。

3. 国外评级机构均考虑道路通行量结构，具有一定参考性。穆迪在评级要素中关注道路车流量的结构，其认为相较于客车而言，货车通行量易受宏观和区域经济影响，稳定性偏弱，相应货车通行量占比较高的路产收费的稳定性也较弱，故其获得的评分也会较低。与之类似，惠誉将道路的用途考虑在内，其认为一条满足多样化需求（城际、通勤、商务相关、休闲旅游）的收费公路更能适应经济周期的交通需求曲线，如果一条收费公路的通行费收入中商务车辆占比较大，则收费公路在经济低迷时期的风险敞口则较大。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181207/150433622.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商一部供稿，2018年12月7日）

[返回目录](#)

银行业 2018 年第三季度观察报

2018 年以来，我国银行业金融机构平稳发展，资产负债规模保持增长，但“金融去杠杆”的政策导向下，银行业资产负债规模扩张速度持续放缓，财务杠杆水平持续下降。在监管机构要求充分暴露不良贷款的环境下，商业银行进一步压降不良贷款偏离度，导致不良贷款率有所上升。同时商业银行利润保持稳定增长，净息差有所回升，但盈利能力仍承受下行压力；资本充足率略有回升，资本整体保持充足水平。

2018 年第三季度，银行业金融机构在银行间市场发行同业存单共计 6920 支，发行总量为 4.97 万亿元，二级市场现券交易总量为 16.43 万亿元。2018 年第三季度，商业银行在银行间市场合计发行 23 支金融债券，共计募集资金 1088.50 亿元，发行票面利率 3.95%-5.60%，发行期限主要集中在 3 年期，其中普通金融债券 10 支，募集资金 844.00

亿元；绿色金融债券 8 支，募集资金 182.50 亿元；专项金融债券 5 支，募集资金 62.00 亿元。银行间市场合计发行 17 支二级资本债券，共计募集资金 1750 亿元，发行票面利率 4.86%-6.30%，发行期限主要为 10 年。

从金融债券发行主体看，共有 21 家商业银行发行金融债券，其中股份制商业银行 2 家，城市商业银行 13 家，农村商业银行 4 家，外资商业银行 2 家。金融债券发行主体的信用等级分布在 AAA~AA-级，其中 AAA 级和 AA+级商业银行是主要发行主体，合计共有 16 家。从二级资本债券发行主体看，共有 16 家商业银行发行二级资本债券，其中，国有大型商业银行 2 家，股份制商业银行 2 家，城市商业银行 10 家，农村商业银行 2 家。二级资本债券发行主体的信用等级分布在 AAA~A+级，其中 AAA 级和 AA+级是主要发行主体，共有 13 家。

2018 年第三季度，共有 20 家商业银行主体级别发生调整（含评级展望调整），其中 15 家商业银行主体级别获得调升，5 家商业银行主体级别向下调整。获得主体级别调升的为城商行和农商行，调升理由主要包括经营区域运行相对较好、地方政府支持力度较大等外部因素和资本实力不断增强、信贷质量处于行业较好水平、市场竞争力较为突出、盈利能力相对较好等内部因素。

本季度市场流动性相对宽松，从金融债券发行利差同比来看，除 AAA 级主体发行利差有所扩大，其余各等级别发行人发行利差均有所缩小；从金融债券发行利差环比来看，各等级别发行人发行利差基本保持稳定。由于二级资本债券投资者多数为商业银行，受市场存贷款整体净息差维持低位影响，投资收益压力的增加一定程度上推高了必要投资回报率，从而除样本量只有一个的 A 级发行人外，第三季度各等级别二级资本债券利差同比和环比均有所扩大。新发行金融债券的发行利率、利差均值均呈现出随信用等级降低而逐步上升趋势；新发行二级资本债券发行人信用等级对发行利率、利差均值呈现出明显的区分度，即信用等级越低，平均发行利率、利差均值越高。

2018 年第三季度，我国银行业整体保持平稳发展态势，资产、负债、利润均保持增长，资产负债结构逐步优化，净息差有所改善，各项监管指标处于合理水平。随着多项支持小微企业、民营企业和创新性企业政策出台，我国商业银行普惠领域和小微企业贷款有望继续平稳增长，信贷结构将得到持续优化。此外，理财子公司的成立有助于实现银行理财业务穿透式管理，加强表外业务和表内业务风险隔离。展望未来，我国将继续

实施积极的财政政策，推进供给侧结构性改革，促进经济结构转型升级。央行稳健中性货币政策的继续实行，将保障银行体系流动性的充裕，为货币信贷的增长创造良好条件。

但需要注意的是，在中美贸易摩擦、国内基础设施建设投资下滑等需求端风险影响下，国内经济下行压力持续加大，商业银行业务发展仍面临一定压力。随着商业银行信贷资产五级分类标准趋严，三季度不良贷款率上升，未来信用风险仍会持续暴露，部分地方农村金融机构抗风险能力面临较大挑战。此外，商业银行对小微企业和民营企业信贷投放力度增大，对其风险识别和防控机制提出更高要求。第三季度中小商业银行债券发行利率同比、环比均有所上升，市场融资成本有所提高，对于市场融入资金依赖度较高的银行盈利能力将进一步承压。综上所述，联合资信认为，在未来一段时间内商业银行信用水平将保持稳定。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181211/150443905.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信金融部供稿，2018年12月7日）

[返回目录](#)

明确证监会统一执法权，我国债市统一监管迈出重要一步

2018年12月3日，证监会联合人民银行、发改委共同发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》（以下简称“《意见》”），强化监管执法，加强协同配合，建立统一的债券市场执法机制。《意见》的发布是完善我国债券市场管理制度的重要举措，明确债券市场统一执法权、加强部际监管协作有利于提升我国债券市场监管效率，同时强化监管执法、加大违法违规成本将进一步推动我国债券市场的长远健康发展。

统一债市执法权，提升监管效率

目前我国由人民银行、证监会、发改委、财政部等分别对银行间债券市场、公司债券、企业债券、地方政府债券等进行监管。长期以来，多头监管模式导致的部分领域权责不清、惩戒缺失等现象一定程度上对我国债券市场的发展产生不利影响，加强债市统一监管成为市场参与方的基本共识，近年来监管机构也采取了多项措施推动债券市场统一监管，取得显著进展。2017年7月国务院金融稳定发展委员会（以下简称“金融委”）的成立有利于加强金融监管协调；2018年5月印发的《“十三五”现代金融体系规划》提出，对公司信用类债券要强化部际协调机制，由相关部门分头负责市场准入，并明确

提出证监会对违法行为统一负责执法；8月，金融委明确提出“建立统一管理和协调发展的债券市场”；9月，央行、证监会联合发布2018年第14号公告，对逐步统一银行间债券市场和交易所债券市场评级业务资质、加强对信用评级机构监管和监管信息共享、提高评级质量等方面进行了规范，为信用评级行业统一监管做出重要制度性安排。

在上述政策背景下，《意见》明确，证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作，同时明确央行、发改委积极支持证监会开展债券市场统一执法工作，配合证监会进行案件会商、行政复议等工作，并将债券违法活动线索及时移送证监会。《意见》对债市执法过程中相关部门的职责和协作方式进行明确，将有力提升债券市场协同监管效率和效果。随着证监会对债市统一执法权的确立以及债市监管部际协调工作的推进，我国实现债市统一监管迈出重要一步。

强化监管执法，加大违法违规成本

自2016年9月起，央行邀请证监会稽查执法机构对债券市场违法违规行为实施跨市场执法，一定程度上加强了银行间债券市场对违法违规行为的监管。此次《意见》的出台进一步强化了债市监管执法，加大了违法违规成本。《意见》明确提出，对涉及公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为，依据证券法相关规定进行认定和行政处罚。在案件调查过程中发现涉嫌犯罪的，及时移送公安机关依法追究刑事责任。在我国债券市场快速发展以及对外开放程度日益扩大的背景下，《意见》的出台为强化各项监管制度的执行提供了有力保障，同时也是推动我国债券市场长远健康发展的必然选择。

监管重点涉及信息披露、内幕交易等，对证券服务机构行为约束加强

值得注意的是，《意见》提及的证券法第二百二十三条规定，证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。这意味着在大公国际因违规收取高额咨询费等原因受交易商协会与证监会暂停一年业务的处罚之后，监管机构对银行间债券市场包括评级机构在内的证券服务机构的监管规则进一步明确。此外，根据《意见》，证监会执法对象包括债券发行人、投资人以及证券服务机构等。说明在此次债券市场执法权统一后，一些非证

监会监管的金融机构也将纳入证监会执法的范围内，如开展债券承销业务的商业银行，体现出金融监管从机构监管向功能监管的转变。

总体来看，此次债市统一执法权的确立是实现债市最终统一监管的重要一步，但目前我国债券市场仍属于多头监管。虽然《“十三五”现代金融体系规划》提出由央行会同有关部门制定统一的公司信用类债券基本规则，但目前未有实质性进展。此次《意见》也明确央行、证监会和发改委继续按现行职责分工做好债券市场行政监管。因此，我国债券市场实现统一监管依然任重道远，在交易所债券市场与银行间债券市场互联互通已经取得一定进展的背景下，监管部门应从制度层面和实践层面进一步提升监管的效率和一致性，最终促进统一的债券市场形成。

（摘自中国证券网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年12月10日）

[返回目录](#)