

债市聚焦

第 32 期

总第 279 期

2018

政策指南

财政部要求加快地方政府专项债发行

中央下发防范化解隐性债务风险文件——隐性债务口径明确

首单 ABS 司法判例将影响 1.2 万亿资管走向

业务规则明确——监管助力绿色 ABS 快速发展

市场动向

上交所首单教育类项目收益专项债成功发行

广东发行全国首只水资源专项债券

全国首单乡村振兴专项债成功发行

风险事件

城投公司首现违约——快速去平台化遭遇真假转型

五洋建设：未支付未回售部分“15 五洋债”的本金和利息

上海华信：“17 沪华信 SCP005”未按期足额偿付本息

联合观点

民生大计安全为王——国内人用疫苗主要上市公司扫描

2018 年二季度地方政府债与城投债市场分析

我国保险机构境内外发债情况比较



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

财政部要求加快地方政府专项债发行

8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（以下简称《意见》），要求加快地方政府专项债券发行和使用进度，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用。

积极财政政策发力，专项债券发行提速

《意见》要求各级财政部门应当会同专项债券对应项目主管部门，加快专项债券发行前期准备工作，项目准备成熟一批发行一批。省级财政部门应当合理把握专项债券发行节奏，科学安排今年后几个月特别是8、9月发行计划，加快发行进度。今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

在提升专项债券发行市场化水平方面，要求省级财政部门应当根据专项债券发行规模、债券市场情况等因素，选择招标（含弹性招标）、公开承销等方式组织专项债券发行工作。承销机构应当综合考虑同期限国债、政策性金融债利率水平及二级市场地方债券估值等因素决定投标价格，地方财政部门不得以财政存款等对承销机构施加影响人为压价。同时加快专项债券资金拨付使用，并要求优化债券发程序，简化债券信息披露流程，加强债券信息报送。

中国财政部副部长刘伟表示，所谓的“加快”是指，按照今年的预算安排，在第三季度和第四季度把全国人大批准的全年1.35万亿元专项债中尚未发行的部分，根据项目准备情况，由地方政府按市场化原则协商金融机构平稳有序发行。希望地方政府把债券资金用好。有效保障融资需求的在建项目，必须符合相关政策、纳入相关计划，是地方本来就应该推进的项目，而不能是超越财力水平盲目铺摊子，避免新增隐性债务。

业内人士分析认为，加快地方专项债券发行进度，为地方公共投资提供了支持，充分体现了积极财政政策。下半年专项债的加快发行会为地方基建筹集资金。

稳投补基建短板资，8000亿专项债待发

数据显示，今年前7个月，我国地方政府共发行专项债超过5000亿元，相较全年额度，尚有约8000亿专项债规模有待释放。业内预计在债券品种创新方面，环保、公共服

务等领域有望试点扩围。据悉，云南省财政厅近日披露了将公开招标10亿元的云南省省级公办高等学校专项债券的计划。这也是我国目前继土地储备、收费公路、轨道交通、棚户改造之后，第五个专项债券细分品种。

交通银行金融研究中心首席宏观分析师唐建伟指出，预计下半年政策主要从两个方面推动基础设施投资：一是加快地方政府专项债券的发行。二是稳定融资平台贷款来源。国务院常务会议明确了基建项目的资金来源侧重于地方盘活存量资金，同时“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。以上表述也表明政策对基建投资只是托底，防止出现“烂尾”工程，而非全面刺激。总体而言，预计下半年基建投资增速相比上半年会有所回升。

货币财政政策还需协同发力

业内人士表示，加快推进专项债，一方面要完善地方政府专项债券管理体制，严格项目遴选管理等。另一方面，完善发行额度制度。新增专项债，可以通过“先有项目后有额度”的机制来推进落实。此外，还需要货币政策与财政政策协同配合。在稳增长又要防风险的背景下，货币政策适度宽松，流动性整体合理充裕即可。

在专项债之外，专家表示，积极财政政策发力稳投资，还有多个途径和抓手。如：加大财政在扶贫领域、环保领域、公共服务等方面的支持力度，更要有针对性和有效地支撑基础建设短板，尤其是中西部地区基础设施建设；收益相对较高的项目，可以采用政府引导基金、吸引社会资本合作等模式来推进。再有，除了专项债，财政还可以采取多种措施支撑基建补短板：提高基建财政资金的使用效率，加强资金监管和项目评估；落实好有利于企业投资基建的减税降费各项措施，研究新举措；充分发挥财政部门作为国有金融资本出资人优势，促进金融资本为基建补短板提供更多助力；大力解决妨碍企业投资基建的涉财税实际问题，精准施策，疏通企业投资基建领域的通道。

（摘自中国证券报，2018年8月15日）

[返回目录](#)

中央下发防范化解隐性债务风险文件 隐性债务口径明确

多地官方信息显示，一份有关防范地方隐性债务风险的重磅文件已经下发地方政府。多地市委或县委近日专门召开会议传达学习中共中央政治局会议精神和《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（下称《意见》）精神。

这意味着，业界关注许久的这一文件已经下发地方，但全文尚未对外公开。此前一位知情人士称，中央层面很快下发关于防范化解隐性债务风险的文件，其中将统一隐性债务口径，即地方政府在法定政府债务限额外，以任何形式违法违规或变相举借的债务，都是隐性债务。由于隐性债务有了口径后还是容易被一些地方规避监管，因此对隐性债务的认定将实行穿透式，实质重于形式。

（摘自第一财经，2018年8月16日）

[返回目录](#)

首单 ABS 司法判例将影响 1.2 万亿资管走向

近期一则司法判例引起了广泛关注。平安大华汇通财富收到合肥市中级人民法院执行异议裁决书，判定其管理的平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划享有南陵凯迪的电费、可再生能源补贴等相关现金收入债权。这是全国首例以资产证券化基础资产转让为审查内容的司法裁判案件，将对企业资产证券化的发展产生积极且深远的意义。

ABS首单司法判例

据悉，该案源自南陵凯迪的债权人申请法院财产保全，法院冻结了南陵凯迪在安徽国网的特定期间应付电费及补贴3000万元。作为管理人，平安大华汇通财富认为其已代表ABS产品与南陵凯迪签订了基础资产买卖协议并支付了全部对价，且就应收账款转让事宜进行了登记，遂以案外人身份向法院提出执行异议，主张前述电费及补贴3000万元属于专项计划所有。

经法院审查认定，平安大华汇通财富依据《基础资产买卖协议》、《专项计划说明书》、《专项计划标准条款》三份合同，受让取得了南陵凯迪于特定期间因生物质发电自安徽国网应当取得的电费、可再生能源补贴、调峰及停机补偿等产生的一切相关现金收入债权，最终裁定中止对前述财产的执行。

万亿市场有望再迎大发展

由于现行司法制度需要不断完善，ABS“真实出售、破产隔离”的基本原理尚待司法实践检验。合肥中院的本单判例，无疑将为ABS市场后续发展注入一针强心剂。

第一，此案认可资产证券化的“资产融资”特性。据悉，资产证券化是以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。作为一种创新的融资工具，与依靠主体信用的贷款类融资方式不同，

资产证券化系以转让资产的方式获得融资，是资产融资而非信用融资，因此资产转让是资产证券化融资区别于其他融资方式的本质特征。但这种资产转让是否是真实、有效的买卖关系，而非“名为买卖实为借贷”，业务实践中不乏此类质疑，资本市场上的不少投资者也仍将其视为主体融资产品。

该案的裁定，为司法实践对资产证券化中资产转让的有效性的检验，表明了司法实践对资产证券化本质特征的认可，完善了金融创新探索过程中的法律保护，加深了资本市场对资产证券化的认识，从长远看有助于资产证券化产品的“正本清源”，具有突破性的意义。

第二，确认资产证券化的“真实出售、有效转让”。就资产证券化的运作而言，基础资产能否独立于原始权益人，不受其查封、冻结甚至破产的影响，是资产证券化业务制度设计的核心，也是实现破产隔离的关键。证监会发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》明确规定，专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产；原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产。这意味着，基础资产的独立系开展资产证券化业务的关键因素。实现基础资产的独立，真实出售、有效转让是前提条件。

前述裁定中，合肥中院结合案件实际，从转让标的、转让双方意思表示、转让对价支付、转让登记等多个角度，准确把握基础资产转让的实质，认定双方当事人之间形成的是债权转让关系，肯定了基础资产转让的有效性，并裁定排除对基础资产原始权益人的强制执行，对资产证券化业务中的资产独立性提供了一定的司法依据。

第三，推动资产证券化破产隔离实践。在对资产转让的确定中，法院还指出，不能以资金归属界定电力上网收费权的归属。虽然法院未进一步明确能否以电力上网收费权的归属来界定资金的归属，但是仍具有积极的借鉴意义，有助于推动将停留在原始权益人账户（专项监管账户）、由原始权益人代为收取的基础资产资金认定为专项计划所有，进而实现基础资产与原始权益人的破产隔离。

来自中国基金业协会的数据显示，2017年年底全行业（含券商和基金子公司ABS业务）存续总规模为1.17万亿元，以年度来算，首次突破1万亿大关。市场人士表示，平安凯迪电力ABS开创了一个先河，强有力地巩固了资产证券化业务开展的基础制度，有助

于推动司法实践对基础资产独立性的认可，将大大鼓舞各参与方的信心，对后续业务发展大有裨益。

（摘自中国基金报，方丽，2018年8月19日）

[返回目录](#)

业务规则明确 监管助力绿色 ABS 快速发展

绿色资产证券化业务（ABS）再获政策支持。为了进一步规范证券公司及基金子公司在资产证券化业务申报过程中的行为规范，上海证券交易所（以下简称“上交所”）日前在资产证券化业务申报系统中发布了《上海证券交易所资产支持证券化业务问答（一）、（二）》（以下简称《业务问答》）。

《业务问答》主要有两方面的亮点，一是将无异议函的有效期从6个月延长至12个月；二是出台了绿色资产支持证券的相关内容及其相应的操作流程。

业内人士表示，这是继上交所推出绿色公司债券后，再次发布与“绿色”相关的固定收益类品种。同时，随着我国资源环境问题的日益严重，绿色产业发展迫切需要资金，而绿色ABS作为一种新型债务融资工具在绿色融资方面有着诸多优势，在监管政策助力资产支持证券发展的背景下，我国的绿色资产证券化市场有较大潜力。

需符合绿色产业三类条件之一

上交所此前在《关于开展绿色公司债券试点的通知》中明确，符合要求的绿色资产支持证券申请在上交所相关审核、上市交易或挂牌转让，参照绿色公司债券执行。根据此次新发布的《业务问答》，满足以下三类条件之一的项目可以认定为符合要求的绿色资产支持证券。

首先，基础资产属于绿色产业领域，即基础资产现金流主要来源于绿色项目所产生的收入或者基础资产主要是为绿色项目融资所形成的债权。上述绿色产业领域的基础资产占全部入池基础资产的比例应不低于70%。专项计划涉及循环购买安排的，应当明确相应的入池标准、资产筛选及确认流程、确保专项计划存续期间基础资产属于绿色产业领域。

其次，转让基础资产所取得的资金用于绿色产业领域，即所得资金应主要用于建设、运营、收购绿色项目、偿还绿色项目贷款或为绿色项目提供融资等。上述用于绿色项目

的金额不应低于转让基础资产所得资金总额的70%。用于为绿色项目提供融资的，应明确拟支持的绿色项目类别、筛选标准、决策程序和资金管理制度等。

再次，原始权益人主营业务属于绿色产业领域的也符合条件。具体要求为，原始权益人最近一年合并财务报表中绿色产业领域营业收入比重超过50%（含），或绿色产业领域营业收入比重虽小于50%，但绿色产业领域业务收入和利润均为所有业务中最高，且均占到总收入和总利润的30%以上的，转让基础资产所取得的资金可不对应具体绿色项目，但应主要用于原始权益人绿色产业领域的业务发展，其金额应不低于所得资金总额的70%。按照规定，计划管理人应对资产支持证券是否符合上述认定条件进行核查并出具核查意见。

无异议函有效期延长至12个月

资产支持证券无异议函有效期延长是本次上交所发布《业务问答》的另一亮点。

根据流程，资产支持证券经上交所审议会通过、管理人收到封卷通知后，应当在20个交易日内，通过债券项目申报系统，提交盖章版全套电子封卷材料。上交所收到后进行完备性核对、对封卷材料无异议的，出具关于对资产支持证券挂牌转让无异议的函。

有别于之前无异议函6个月有效期的规定，新版《业务问答》明确，资产支持证券一次发行的，无异议函自出具之日起12个月内有效；资产支持证券采取分期发行方式的，无异议函自出具之日起24个月内有效，管理人应当自无异议函出具之日起12个月内完成首期发行。

需要注意的是，在出具无异议函后至资产支持证券发行前，如发生可能影响资产支持证券挂牌条件、投资价值、投资决策判断的事项以及认为需要补充披露的其他重要事项时，管理人及其他业务参与人应当及时向上交所报告。

在业内人士看来，上交所新版《业务问答》的发布，是监管继续支持ABS发展的信号，是上交所审时度势作出的安排。一方面，近期我国债券市场负面消息频发，一定程度上加大了ABS项目的融资难度，无异议函有效期延长，使得原始权益人和计划管理人能有更多时间准备路演、寻找合适的投资者，提高优质ABS项目的发行成功率。另一方面，绿色ABS认定标准和业务规范的出台，有助于原始权益人和各中介机构有规可循，绿色ABS作为资产证券化领域的新细分品种，有望在监管助推下实现快速发展。

（摘自金融时报，余幼婷，2018年8月21日）

[返回目录](#)

市场动向

上交所首单教育类项目收益专项债成功发行

8月15日，陕西省省级教育类项目收益专项债券（一期）成功通过财政部上海证券交易所政府债券发行系统公开招标发行，这是陕西省首次发行教育类项目收益专项债券，也是在上交所发行的第一单教育类项目收益专项债券。

据悉，本次陕西省省级教育类项目收益专项债券募集的13亿元将用于陕西省内10所高校的新校区、图书馆、实验楼等基础设施建设。发行结果为：7年期13亿元，认购倍数3.57倍，边际倍数5.83倍，利率4.12%；其中，券商中标4.1亿元，约占发行规模的31.54%。此外，陕西省成功发行100.5653亿元政府一般债券和71.39亿元政府专项债券。其中，一般债券发行结果为：5年期49.6403亿元，全场4.92倍，边际14.89倍，利率3.75%；7年期50.925亿元，全场4.11倍，边际4.89倍，利率3.99%。专项债券发行结果为：5年期35.69亿元，全场4.31倍，边际10.69倍，利率3.79%；7年期35.7亿元，全场3.74倍，边际1.61倍，利率4%。业内人士指出，该专项债进一步丰富了地方政府债券品种，有利于完善政府债券发行机制、提升地方政府债券市场化程度。

从发行结果来看，承销团中的24家证券公司投标踊跃，投标总量达310.2亿元，约为发行规模的1.68倍。各期限平均认购倍数4.26倍，延续了上交所地方债招标发行较高认购倍数的特点。根据公开数据，本单地方债发行完成后，今年上交所地方债累计发行规模近9700亿元。上交所地方债市场规模不断攀升，重要性显著提高。同时，在发行常态化的基础上，上交所将配合财政部做好加快专项债券发行工作，推动地方债交易机制完善与地方债产品创新，提升二级市场流动性，丰富投资者结构，促进地方债市场健康发展。

（摘自中国证券报，周松林，2018年8月17日）

[返回目录](#)

广东发行全国首只水资源专项债券

8月16日，广东省政府成功发行全国第一只水资源专项债券——珠三角水资源配置工程专项债券，由此开创了水资源行业发行专项债券的先河，也创新了大型水利工程融

资模式。第一期10年期10亿元债券发行利率为3.96%，投资者认购倍数1.82倍。该专项债券由广东省政府任发行主体，计划发行总额约182.57亿元，其中建设期142.57亿元、运营期40亿元，未来各年发行额度和期限将视情况而调整。珠三角水资源配置工程是广东史上投资规模最大、输水线路最长、受水区域最广的水利工程，也是世界上流量最大的长距离有压管道调水工程。根据早前国家发改委日前批复的可研报告显示，这项工程估算总投资约339亿元，其中中央安排34亿元，其余由广东省负责安排解决。

珠江三角洲水资源配置工程预计将于今年底至明年初全面开工，建成后将从西江水系向珠三角东部地区引水，解决广州、深圳、东莞缺水问题，同时为香港等地提供应急备用供水条件，为粤港澳大湾区发展提供战略支撑。

据介绍，广东省政府已经提前布局建设资金问题，希望积极引导社会资本参与水利事业。今年2月份，广东省政府研究部署珠三角水资源配置工程建设资金筹措等相关工作，明确要求该工程坚持公益性原则，鼓励创新融资方式，降低融资成本，确保水价可控可调并保持在低水平。

因此，采取专项债券这一融资模式，目的也就是希望充分利用地方债券融资成本相对较低的特点，尽可能降低项目融资成本与工程水价。

（摘自 21 世纪经济报道，2018 年 8 月 17 日）

[返回目录](#)

全国首单乡村振兴专项债成功发行

8月20日，四川省人民政府发行的2018年四川省泸县乡村振兴专项债券在上海证券交易所成功发行，此次专项债券的发行为全国首单乡村振兴专项债，是财政部推进项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券的又一创新品种。

本次发行的2018年四川省泸县乡村振兴专项债券（一期）——2018年四川省政府专项债券（六期）评级为AAA级，发行总额为5亿元，期限5年。本项目总投资为30.31亿元，其中47%为项目资本金，其余资金计划分三年发行专项债券募集。募集资金主要用于泸县乡村振兴项目建设，项目主要包括宅基地制度改革、产业发展、基础设施、生态环境保护4大类。泸县作为全国33个土地制度改革试点县之一，承担宅基地制度改革重要任务，本项目依托宅基地制度改革和当地资源优势，叠加农村综合配套设施改革，以强化

涉农项目为支撑，改善提升生态环境质量，进而推动当地农业全面升级，农村全面进步，农民全面发展。

此次乡村振兴专项债券的成功发行，进一步丰富了地方政府债券品种，对于完善政府债券发行机制、提升地方政府债券市场化程度、吸引更多社会资本投资地方政府债券起到重要推进作用。

（摘自四川泸县人民政府官网，杨杰，2018年8月21日）

[返回目录](#)

风险事件

城投公司首现违约 快速去平台化遭遇真假转型

8月15日，上海清算所发布公告称，已于当日足额收到新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司2017年度第一期超短期融资券“17兵团六师SCP001”的付息兑付资金，并代理完成了该期债券的付息兑付工作。而在两天之前的8月13日，兵团六师在上海清算所官网发布公告，该公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“17兵团六师SCP001”不能按期足额偿付。仅三天，具有明显城投债属性的新疆生产建设兵团六师发行的“17兵团六师SCP001”经历了从“实质性违约”到“全额兑付”的“神反转”。

从“信心满满”到“跌落神坛”，在地方债置换收官以及政府财税体制改革的不断深入的大背景下，作为政府融资渠道而生的地方城投公司不得不面临转型压力。根据银监会的统计，截至2017年末，全国有地方政府融资平台11734家。中国财政科学研究院金融研究中心主任赵全厚此前表示：以后退出的公司会越来越多，因为法律上要求所有的地方政府融资平台都要转型。第一，名义上主体转型；第二，融资行为转型。只有转型才能继续融资。

城投公司最初建立的原因就在于要为政府基建提供融资手段。当时由于基建的资金来源与超常规增长的投资需求极不匹配，使得地方政府财力承担了压力巨大。在当年公布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）（以下简称“50号文件”）要求，融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能。

然而，随着地方债置换的推进，城投公司作为融资渠道的地位变得愈发尴尬，融资成本也不断提升。根据财政部公布的数据显示，2018 年上半年城投债发行规模有较大下降，融资成本则明显抬升。从城投企业行政层级看，今年上半年区县类平台发行成本相对最高，加权平均发行利率达到 6.24%，且较 2017 年提升 11 个基点，抬升幅度最大。而随着城投企业融资面临的困难不断增加，部分由城投企业发行的债券也随之出现违约事件。并且内陆的许多城投公司的地位和作用仍然没有发生实质性变化，不具备实质性转型的条件。

业内人士指出，对于城投公司而言，转型无非是有两个方向。一是“商业型”转型，把企业通过改革和重组使其成为一个市场化的企业运行；二是“公益型”转型，专门做政府公益项目，和政府财政百分之百捆绑在一起。但不论采取何种转型路径，都应该通过政府注入优质资本，进行资产重组和整合，提高融资能力，避免发生信用违约。

（摘自时代周报，王心昊，2018 年 8 月 15 日）

[返回目录](#)

五洋建设：未支付未回售部分“15 五洋债”的本金和利息

五洋建设集团股份有限公司（以下简称“五洋建设”）于 2015 年发行了金额 8 亿元的“15 五洋债”，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的数据，回售登记期 2017 年 7 月 18 日至 2017 年 7 月 20 日期间，回售有效登记数量为 798907 手，未回售登记数量为 1093 手，面值 109.3 万元。

根据《募集说明书》的约定，“15 五洋债”未回售部分的本金和第 3 年的利息兑付日和付息日为 2018 年 8 月 14 日。截至 2018 年 8 月 14 日，五洋建设未支付未回售部分“15 五洋债”的本金和利息。

（摘自 Wind，2018 年 8 月 15 日）

[返回目录](#)

上海华信：“17 沪华信 SCP005”未按期足额偿付本息

8 月 20 日，上海华信国际集团有限公司公告，受公司控股股东中国华信能源有限公司董事会主席不能正常履职以及 3 月 1 日媒体新闻事件等不利因素的冲击，公司正常经营已受到重大影响。截至 2018 年 8 月 20 日日终，公司未能筹集到期偿付资金，“17 沪

华信 SCP005”不能按期足额偿付本金及利息，已构成实质性违约。公司目前正在积极筹措资金，本期超短期融资券可能自原定到期兑付日的6个月后兑付。

（摘自 Wind，2018 年 8 月 20 日）

[返回目录](#)

联合观点

民生大计安全为王 国内人用疫苗主要上市公司扫描

2018 年 7 月的“长生生物狂犬疫苗生产记录造假”引起了全国范围的关注，然而这并不是该企业的疫苗第一次出现问题，也不是我国疫苗行业历史上最严重的质量安全事件。自 2004 年以来，我国累计发生了 13 起疫苗相关事件，接近年均一起的频率。总体看，我国发生的历次疫苗事件呈现出发生范围广泛（波及全国多数人口大省）、涉事疫苗数量巨大（仅查处的问题疫苗合计达 136.69 万人份）、种类繁多（涉及狂犬疫苗、乙肝疫苗、百白破联合疫苗等多种一二类苗）、风险遍布生产、流通和销售全环节等特点。

在市场格局方面，国内疫苗市场高度集中，各公司独家品种享有绝对优势，但其他交叉品种竞争较为激烈，存在较大的相互替代性；财务方面，疫苗企业所需研发投入较大，产品销售毛利率处于较高水平，但过高的销售费用也严重侵蚀了企业营业利润。

从行业层面看，尽管本次“长生生物狂犬疫苗生产记录造假”事件引起了全国范围内的跨界讨论，但考虑到疫苗行业在上市前周期长、生产和上市审批程序繁多等因素的影响下，存在进入壁垒高、进口替代率极低的特点，联合评级认为，企业疫苗生产资格的获取难度大、时间长、需投入资金成本高，行业内企业数量和格局较为稳定，新的疫苗生产企业很难迅速挤占市场份额。因此，短期内，本次疫苗事件对我国疫苗行业可能造成一定冲击；长期看，在医药行业监管体制（尤其是进口审批制度、抽检制度及追责制度）未有大幅调整的情况下，本次疫苗事件对疫苗行业整体经营基本面、盈利水平及未来市场规模影响不大。

查看全文请点击 <http://finance.sina.com.cn/stock/hyyj/2018-08-16/doc-ihhvciiv9475149.shtml>

（摘自新浪财经，联合评级工商四部供稿，2018 年 8 月 16 日）

[返回目录](#)

2018 年二季度地方政府债与城投债市场分析

2018 年二季度，地方政府债发行市场呈现以下特点：（1）发行规模环比大幅增长，但同比下降 14.07%；（2）债券品种仍以一般债券为主；（3）发行方式以公募发行为主；（4）发行期限以中期限为主；（5）流动性改善促使政府债加权利率较一季度有所下降；（6）品种创新与实践持续推进，专项债发行将提速。

7 月底，中央政治局会议强调，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。根据国务院常务会议部署，要加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效。8 月，财政部下发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度，到 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行，同时进度不受季度均衡要求限制。预计三季度专项债发行将放量。

2018 年二季度，城投债发行市场呈现以下几个特点：（1）发行规模同比大幅增长，但环比下降 7.90%；（2）公募发行占比较上年同期明显上升，与一季度环比变化不大；（3）AAA 级和 AA+级发行占比同比大幅上升，3 年及以下期限占约三分之二；（4）中票和（超）短融仍为最主要发行品种，且发行占比同比上升；（5）发行利率整体上行，低级别、中长期城投债利差明显上升；（6）江苏省发行规模仍最大但环比大幅下降、浙江省发行规模环比大幅增长，区域信用利差整体上升，东北三省、贵州信用利差仍较高。

7 月以来，国务院常委会释放宽松信号，要求“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”、政治局会议提出去杠杆工作要“把握好力度和节奏”，均有利于改善城投企业的融资环境。而央行定向指导商业银行买入中低等级信用债更有助于缓解中低等级城投企业的流动性压力。但防范和化解金融风险仍为政策重心，城投公司与地方政府信用剥离、实现市场化融资的政策方向并未发生变化，部分省份也提出了“停、缓、调、撤”等措施加大化解地方隐性债务力度，加之货币化棚改力度减弱、城投企业信用事件频出等因素，未来低资质城投企业的后续融资仍面临一定压力。

查看全文请点击 <http://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2018-08-17/doc-ihhvciiw8101829.shtml>

（摘自新浪财经，联合资信公用事业二部供稿，2018 年 8 月 17 日）

[返回目录](#)

我国保险机构境内外发债情况比较

近年来，我国保险机构在境外发行债券增多，特别是 2016 年以来，我国保险机构境内发债大幅减少，同时境外发债出现井喷。

联合评级对比研究后总结，我国保险机构境内发债呈现以下特点：（1）保险机构境内发债呈两波上涨回落趋势，已发行债券均为可补充资本的次级类债务，发债高峰与监管变化导致的偿付能力补足需求紧密相关；（2）发债期限以 10 年期为主，到期时间总体相对分散，2025~2026 年是到期小高峰；（3）发债主体以人身险公司为主，保险集团极少，无专业再保险公司；（4）发债主体评级在 AA-至 AAA，债项评级在 A+至 AAA。

我国保险机构境外发债呈现以下特点：（1）保险机构境外发债呈增长趋势，2016 年以来出现井喷，已发行债券以高级债券为主；（2）保险机构境外发债期限品种丰富，高级债券以 5 年期为主，次级债券以 60 年以上超长期限的资本性债券为主，到期时间总体相对分散 2021~2022 年是到期小高峰；（3）发债利差约在-0.25%~2.55%；（4）境外发债主体集中在大型且实力较强的机构，以人身险公司和保险集团为主，专业再保险公司也有融资活动，无财险公司；（5）发债主体评级在 BBB 至 AA-，债项评级在 BBB-至 A。

总体来看，一是境外发债融资已经成为境内保险机构重要的融资途径，但也面临一定风险。境外发债融资已经成为境内保险机构拓宽融资渠道、增强融资灵活性、降低融资成本的重要手段，也是海外扩张过程中筹集外汇资金的重要途径。但仍然面临着中资企业海外发债信用评级偏低的问题，此外，由于境内机构在境外发行的债券大多还是调回境内使用，但很多企业没有外汇收入来源，抵御汇率波动风险的能力较弱，由此加大汇率风险。二是预计保险机构 2018 年境内发债规模将大幅增长、境外发债或将放缓，但长期来看境外发债依然有较大发展空间

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180820/149860155.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融部供稿，2018 年 8 月 20 日）

[返回目录](#)