

◆ 公司新闻

远东资信荣获“2015 上海信用服务机构质量控制基本规范”先进单位和“2015 年上海市信用服务机构综合排名 30 强”机构

2016 年 4 月 11 日，上海市信用服务行业协会第三届第三次会员大会在奥林匹克俱乐部召开，大会由协会秘书长饶明华主持，远东资信常务副总经理施建军作了《2015 年度协会财务审计情况报告》。经会员大会表决一致通过审议，协会秘书长饶明华详细介绍了“自贸区入驻企业信用管理培训”、“信用体系建设在联合监管、协同服务中的应用研究”、“上海市信用服务行业”十三五“规划前期研究”、“培育市场信用建设

研究课题”等课题，上海现代服务业联合会会长周禹鹏、上海市经济团体联合会会长俞国生、上海市社团管理局副局长贾勇、上海市经济和信息化委员会副主任、上海市征信管理办公室常务副主任邵志清分别作了重要讲话。上海市经济和信息化委员会信用管理处副处长张学军也出席了会议。远东资信荣获“2015 上海信用服务机构质量控制基本规范”先进单位和“2015 年上海市信用服务机构综合排名 30 强”机构。



远东资信参加中国开发性金融促进会业务工作会议

2016年7月4日，中国开发性金融促进会业务工作会议在京召开，邢军秘书长主持会议。邢军秘书长就秘书处协同两家控股子公司打造以开发性金融理念为主导的“融资、融智、融商”协同工作机制建设进行了部署，秘书处及促进会两家子公司国开汉富资产管理有限公司、上海远东资信评

估有限公司相关部门负责人就公司业务开展情况及深化协同思路进行了汇报。邢军秘书长强调，两家子公司要充分发挥自身优势，利用自身资源，找到资产管理和资信评级业务的结合点并加以利用，使公司间业务做到充分融合、结合，有效利用促进会平台资源服务国家战略。



远东资信参加首届中国-阿联酋伊斯兰金融研讨会

2016年5月24日，首届中国-阿联酋伊斯兰金融研讨会在北京钓鱼台国宾馆开幕。大会由中国开发性金融促进会、中国国际商会、中国房地产协会、中国股权投资基金协会、中国伊斯兰金融俱乐部共同举办，远东资信协办，旨在探讨伊斯兰金融在中国的机遇与挑战。远东资信常务副总裁施建军、研发咨询部副经理余哲参加大会。

中国开发性金融促进会执行副会长李吉平表示，中国历来高度重视同伊斯兰国家的

经济金融合作，今年新年伊始，习近平主席对沙特、埃及、伊朗三国进行了访问，我们可以预计的是，今后中国和伊斯兰国家无论是在经贸、产业、能源、基础设施、外交还是地区安全方面都会开展更加广泛、更加紧密地合作。另外，中国提出“一带一路”倡议涉及全球主要的伊斯兰国家，伊斯兰金融作为世界金融体系的重要组成部分，将在实现一带一路中扮演重要角色。

远东资信参加中国新型城镇化投融资论坛暨城市综合管廊建设研讨会

2016年4月22日,由中国开发性金融促进会与中国市长协会共同主办、国开汉富资产管理有限公司承办的“中国新型城镇化投融资论坛暨城市综合管廊建设研讨会”在北京钓鱼台国宾馆举行。论坛旨在为行业主管部门、地方政府、会员企业、金融机构和专家学者搭建交流合作的平台,共同研讨新型城镇化建设,尤其是地方综合管廊投资建设、运营管理等热点问题。

全国政协副主席、中国开发性金融促进会会长陈元出席会议并致开幕辞,中国市长协会副会长、住建部原副部长齐骥,全国人大农业与农村委员会主任委员陈建国,全国人大环境与资源保护委员会副主任委员卫留成,中国开发性金融促进会执行副会长李吉平,国家发改委投资司副司长韩志峰、住建部城建司副司长赵泽生、财政部财政科学研究院副主任王泽彩、国开汉富资产管理有限公司执行董事韩学渊等嘉宾出席会议并发表重要讲话,中国开发性金

融促进会秘书长邢军主持会议,远东资信研发咨询部副经理余哲出席会议。

陈元副主席为新型城镇化指明了发展的方向,提出了践行“多规合一”和“系统性融资”的工作要求。关于如何实行多规合一,陈元副主席指出“坚持多规合一,推动系统性融资规划设计是重要内容,要统筹财政资金、银行信贷、市政债券、专项基金、保险投资、资本市场、资产证券化等融资方式,规划中长期现金流建设、法律和金融市场建设、城镇化投资平台建设等关键环节,明确市场预期,构建融资体系,为社会资本参与城镇化建设优化条件。”李吉平副会长重点介绍城市综合管廊建设在基础设施建设中的重要地位、如何拓宽城市综合管廊项目建设的融资渠道、如何发挥开发性金融在综合管廊建设中的主力作用等问题。论坛上,由国开汉富资产管理有限公司发起的规模500亿的母基金“中国城市地下综合管廊专项投资基金”正式启动。



◆ 专题研究

不良资产证券化产品及其信用评级方法研究

上海远东资信评估有限公司 刘广华

截至 2016 年一季度，商业银行不良贷款率不断逼近银行业 2% 的风险警戒线。如何有效化解商业银行不良贷款的快速增长，成为中国经济面临的新课题。而随着我国资产证券化市场基础设施建设加快、市场规模扩容，基础资产种类不断突破，不良资产证券化的推出条件也逐渐成熟，2016 年迎来了时隔 8 年之后的重启。截至 2016 年 6 月份，今年已经发行 3 单不良资产证券化产品。本文将对不良资产证券化概念、发展历程和现状进行梳理介绍，并对不良资产证券化项目特点、评级思路等进行简要分析。

一、不良资产证券化概述

(一)不良资产证券化概述

不良资产证券化(NPAS)，就是以不良资产(主要是不良贷款)所产生的现金流作为偿付基础，发行资产支持证券的业务过程，包括不良贷款(NPL)、准履约贷款(SPL)、重组贷款、不良债券和抵债资产的证券化，其中不良贷款证券化占据主导地位。

不良贷款(Non-Performing Loan)指借款人出现违约的问题贷款。根据我国现行的贷款五级分类制度，贷款被分为“正常”、“关注”、“次级”、“可疑”、“损失”。其中，后三类被归为不良贷款。

NPAS 已有二十多年的历史，以美国、意大利、日本和韩国最为活跃，这些国家的共同特点都是曾经深受银行体系坏账的困扰。美国的危机处理机构——重组信托公司(RTC)为解决储蓄贷款系统的不良资产在上世纪 80 年代推出“N”系列计划，首开 NPAS 先河，成为 NPAS 的最大的市场，占全球发行总额的一半以上，并对 NPAS 交易结构、资产评估、资产管理、债券评级等方面的规范化、标准化起决定作用。

(二)我国不良资产证券化发展的原因

此前的不良资产处置方式主要包括正常催收、债务重组、司法诉讼、债权转让等。证券化方式与这些处置方式相比，优势在于：一是批量化，提高处置效率；二是透明化，通过中介机构的专业服务能力，减少信息不对称问题，增强投资者投资意愿；三是市场化定价，通过资本市场的公开定价功能，增强买卖双方的交易意愿和交易效率，为银行增加经营灵活性的同时还会带来一定额外收入。

1、证券化可批量处置快速上升不良资产，提高金融系统稳定性

近年来，我国经济增速放缓和部分行业过剩产能严重，导致商业银行的不良贷款率不断攀升。商业银行的不良贷款率已经从 2013 年第一季度的 0.96% 上升至 2016 年第

一季度的 1.75%，不断逼近银行业 2% 的风险警戒线。根据各家上市银行 2016 年 1 季度报告数据显示，农业银行的不良贷款率已达 2.39%，为所有披露银行中最高，其次是招商银行，为 1.81%。如果不能有效解决不良贷款问题，将会对我国金融体系的稳定埋下隐患。

此前国内资产管理公司对于不良资产的处置主要通过破产清算、诉讼、债务追讨、抵押资产拍卖、二级市场出售、债务重组等方式；而银行对于不良资产的处置则采取减计资产或对不良资产进行核销、不良资产打折出售及内部建立正常信贷部门之外的坏账处理部门等形式。然而快速扩大的不良贷款规模，需要更加市场化、批量化的不良资产处置工具，因而，不良资产证券化开始得到监管和市场的关注。

目前经济基本面下行压力较大，银行业业绩增速和资产质量双重承压，因而有迫切改善其资产质量的诉求。资产证券化虽非解决资产质量的良方，但作为批量处置不良资产的多样化途径，能够有效缓解账面不良压力。且与资产管理公司等其他机构相比，商业银行不良资产证券化动力更强。商业银行因自身处置不良资产能力不强，处置方式相对单一，一般需委托资产管理公司处置，或在债权转让模式下公开转让给资产管理公司。而通过证券化方式，银行一方面可扩大处置规模和速度，另一方面可增加中间业务收入。

2、资产荒背景下，证券化等固定收益市场需求上升

资产配置荒的情况下，信用质量较好的固定收益资产逐渐受到市场的青睐。不良资产处置的相对高收益加上产品结构中分层、现金流储备账户、违约触发机制等对现金流不确定的针对性缓释措施，将有效提高对机

构投资者的吸引力。不良资产的非标准化属性，在一定程度上抑制非专业投资者的购买意愿，但设计成标准化结构性产品后，加强信息披露将有助于更多机构和个人投资者的进入，从而也增强了对投资者的吸引力。

3、证券化提高银体系经营灵活性

通过不良贷款证券化，商业银行可以在不增加负债的前提下回收资产项的贷款本金，将大量不良贷款以证券化的方式转化为众多投资者手中的债券，增加了资产的流动性，更有利于分散银行业整体的金融风险。同时，不良贷款证券化有助于加速商业银行向“轻资产”经营的转型发展，提升银行主动管理和配置资产的能力。在这之中，商业银行可通过投资次级档证券、担任贷款服务商收取资产处置服务费用以及超额奖励服务费等方式合理回流不良贷款处置后产生的超额收益。此外，对于不良资产而言，通常情况下，其价值是随着时间的拖延而递减的，因此越早处理才越能换取较高的拍卖收益，从而利于不良资产的处置，有效将不良资产的收回时点提前，快速回收资产价值。

(三)我国不良资产证券化发展历程

纵观我国不良资产证券化的历史，早在我国 2005 年开始信贷资产证券化试点前，已有两家资产管理公司和一家商业银行通过金融市场进行不良贷款处理的尝试。

2003 年 1 月，德意志银行与信达资产管理公司签署了资产证券化和分包一揽子协议，涉及 20 个项目，不良债权余额 25.52 亿元人民币（其中本金 15.88 亿，应收利息 3.47 亿、催收利息 6.17 亿），这笔业务由德意志银行主持在境外发债，是我国首笔不良资产境外证券化交易。

2003 年初华融资产管理公司通过中信设

立财产信托,基础资产为 132.5 亿元不良债权资产,发行了期限 3 年、价值 10 亿元的优先级受益权,并委托大公和信资产评估公司、中诚国际信用评级公司对该受益权进行评级。在华融的案例中,还设计了提前赎回和受益人大会机制,以保护受益权投资者的利益。

2004 年 4 月,中国工商银行宁波分行聘请瑞士信贷第一波士顿作为财务顾问,将面值 26.19 亿、预计回收值 8.2 亿的不良债权信托给中诚信托设立自益性财产信托,并委托中信证券作为包销商将其 A、B 级受益权转让给外部投资者。其具体交易结构如下:A 级受益权金额 2 亿元、利率为 5.01%,期限一年;B 级受益权金额 4.2 亿元、利率 5.10%、期限为三年。由工商银行提供回购承诺;C 级受益权 2 亿元,由工商银行自留。经大公国际资信评估有限公司和中诚信证券评估有限公司对不良资产池的现金流进行分析,确认其 A 级受益权的违约概率为 0.25%,达到 AAA 评级,其 B 级受益权的违约概率为 20%,经回购承诺后也可以达到 AAA。

2005 年我国正式启动信贷资产证券化试点后,分别由信达资产发行了信元 2006 年第一期重整资产支持证券、信元 2008 年

第一期重整资产支持证券、东方资产发行了东元 2006 年第一期重整资产支持证券、以及由建设银行发行的 2008 年第一期重整资产支持证券。

2008 年随着美国次贷危机发生,我国资产证券化审批实质上也被中止。直到 2012 年,停滞了 4 年之久的信贷资产证券化获国务院批复得以重新开闸。

2016 年初,在全国银行业监督管理委员会会议上,提出将开展不良资产证券化和不良资产收益权转让试点,不良资产证券化被正式提上日程。2016 年 2 月 17 日,人民银行、银监会等 8 部委联合发文《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》,提出稳步推进资产证券化发展的前提下,选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点。2016 年 2 月,根据相关消息,工行、农行、中行、建行、交行和招行 6 家银行作为首批试点机构,总试点额度 500 亿人民币。截至 2016 年 6 月份,招行和中行已成功发行 3 单,建行和工商的不良资产证券化产品也已经在筹备当中。随着不良贷款率不断攀升,不良资产证券化或在未来较长一段时间内成为商业银行处理坏账的重要方式之一。

表 1 我国不良资产证券化产品发行统计

序号	项目名称	发起机构	发行总额(亿元)	基础资产	计息起始日	法定到期日	贷款服务机构	发行人	主承销商
1	和萃 2016 年第二期不良资产支持证券	招商银行	4.70	不良贷款	2016/6/29	2021/1/26	招商银行	华润深国投信托	招商证券,中金公司,中信建投证券
2	和萃 2016 年第一期不良资产支持证券	招商银行	2.33	不良贷款	2016/5/31	2020/5/26	招商银行	华润深国投信托	招商证券
3	中誉 2016 年第一期不良资产支持证券	中国银行	3.01	不良贷款	2016/5/27	2021/3/26	中国银行	兴业国际信托	招商证券,中银国际证券
4	信元 2008 年第一期重整资产支持证券	中国信达	48.00	不良贷款	2008/12/30	2013/12/30		中诚信托	中金公司
5	建元 2008 年第一期重整资产支持证券	中国建设银行	27.65	不良贷款	2008/1/30	2012/12/28		中诚信托	中金公司
6	东元 2006 年第一期重整资产支持证券	东方资产管理	10.50	不良贷款	2006/12/21	2011/12/21		中诚信托	中国银河
7	信元 2006 年第一期重整资产支持证券	中国信达	48.00	不良贷款	2006/12/20	2011/12/20		中诚信托	中金公司

资料来源:Wind 资讯,远东资信

二、我国不良资产证券化产品分析

(一)我国不良资产证券化产品特点

由于目前的不良资产证券化入池资产主要为不良贷款,其在基础资产方面和交易结构设置等方面与一般 ABS 产品相比存在不同的特点,根据已经发行的几款不良资产证券化产品总结,主要体现为以下几个方面的内容:

1、基础资产中损失类占比较低,但分散性有限,风险集中度较高

入池不良资产中,损失类贷款占比低。就 05 年试点后的 7 单不良资产证券化产品来看,AMC (资产管理公司) 发行的产品中,入池资产均为可疑资产,没有涉及损失类贷款,或由于 AMC 证券化目的更倾向于快速处理不良贷款。相比之下,商业银行更有动力将损失类贷款证券化,08 建元 1 和 16 和萃的入池资产中均含有约 15% 的损失类贷款。整体而言,损失类贷款占比仍较低。

证券化过程中,不良资产的不良属性并没有发生改变,因而基础资产的分散性至关重要。分散性有助于降低不良资产回收风险,理想情况下,被证券化的不良资产组合应具有以下特征:债务人数目多、贷款集中度低、以及贷款条件类似。目前已经发行的不良资产证券化产品,行业分散性有限,集中于制造业、批发零售和房地产,与银行业不良贷款的行业分布基本一致。以入池资产未偿本金(或本息)这一指标来考察,排名前三的行业累计占比超过 50%,排名前五的行业累计占比超过 80%。相比行业分布,目前我国不良资产证券化在地区分布上的集中度问题更加突出,并且集中于债务率较高的省份,其中北上广、东北、中西部地区是主

要不良资产来源。因而,不良资产证券化基础资产联合违约的概率较高。

2、分层为重要增信方式,但次级厚度略有下降,优先保障度降低

由于基础资产信用质量差,回收金额和时间均不确定,再加上市场对资产证券化还比较陌生,对不良贷款证券化产品还抱有保守态度,因此交易结构设置较为简单,仅分优先级和次级两档证券。分层结构可实现次级对优先级的增信,次级占比越高,则增信效果越强。相比 AMC,商业银行发行的不良资产证券化,次级厚度较低。已发的产品中,08 信元 1 的次级厚度最高,占比高达 58%;同时 06 信元 1 和 06 东元 1 的次级占比亦达到 33-37%。而同时期 08 建元的次级占比仅 22%。重启后,次级厚度略有下降。16 中誉 1 的次级占比仍维持在 22%,16 和萃 1 的次级占比则小幅下降至不足 20%。次级风险增加,优先保障度也降低。

3、不良资产打折出售,折扣率一般低于 30%

“打折出售”是不良资产证券化的基本增信方式,目前折扣率较低,也即超额抵押担保较高。折扣率为发行证券的金额与未偿本金余额的比例,这一比值越低,则不良资产的保障越高。对于 AMC 发行的不良资产证券化产品,其折扣率普遍仅 15%-17%;而同时期建设银行发行的 08 建元,其折扣率明显较高,约 24%。此次新发的产品中,16 中誉 1 的折扣率仍维持在 24% 的水平,而 16 和萃 1 由于入池资产无担保而折扣率较低,仅 15%。根据 2016 年不良资产证券化重启之前 AMC 公司的数据来看:中国东方资产管理公司数据显示其截至 2007 年不良资产现金回收率总体为 25%,中国信达资产管理股份有

限公司截至 2006 年不良资产现金回收率总体为 30%¹。因而,根据经验数据初步判断目前的折扣率具有一定保障。

4、发起机构自留全部或部分次级,多数提供流动性支持

2016 年不良资产证券化重启之前的 4 单产品,发起机构均自留全部次级,2016 年已经发行的 3 单产品,则是发起机构自持一部分次级债券,其余则通过公开市场发行,由投资者认购。

已发行的 7 单产品中,除建元 2008 年第一期重整资产支持证券以外,其他 6 单均设有流动性支持机构。在每一个信托分配日,若该期优先级资产支持证券利息及相关费用未能得到足额偿付,或在最终到期日,优先级资产支持证券的本金未能得到足额偿付的,流动性支持机构需要提供流动性支持,补足应支付的利息或本金差额。

由于不良贷款证券化的基础资产风险较大,自留次级能够做到风险自担,加强投资者对优先档证券的信任,同时可以获取次级超额收益。而由于不良贷款回收时间的不确定性,提供流动性支持保证了期间债券利息的及时偿付。从而能够很好的缓释该不良资产证券化的流动性风险,保障优先级债权人的收益。

(二)我国不良资产证券化产品交易结构、运作流程及现金流支付机制

1、产品交易结构及运作流程:

不良资产证券化产品的交易结构主要包括发起机构、资产服务机构、受托机构、资金保管机构、评级机构和承销机构、资产服务顾问等。产品具体结构如图 1 所示:

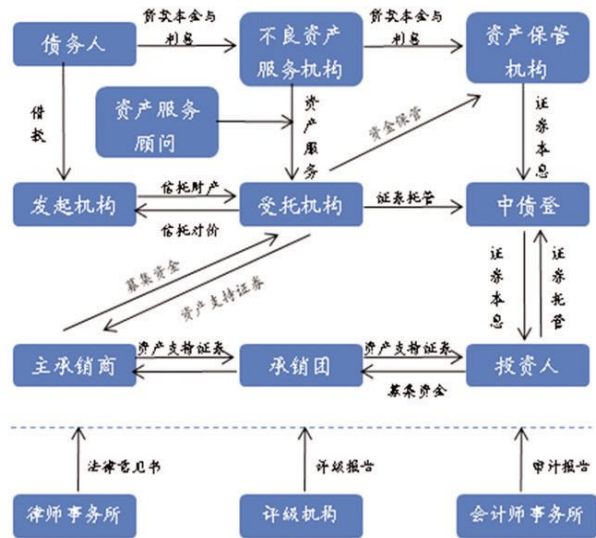


图 1 不良资产证券化产品交易结构

资料来源:远东资信整理

发起机构和资产服务机构:均由不良资产包的资产管理公司或者银行担任。发起机构对已转让给受托人的不良资产包不再具有所有权。不过,在受托人的委托下,发起机构仍可作为资产服务机构接受受托人的指令处置不良资产,对债务人进行催收和重组等,包括负责资产日常管理维护,制定和实施资产处置方案,进行日常费用的开支等工作,并将扣除处置费用后的处置收入存入资金保管机构的信托账户。

受托机构:SPV 的角色,对不良资产包具有所有权和处置权。由其设立不良资产证券化信托,向投资者发行不良资产证券。

资金保管机构:根据受托机构只是将信托账户的处置收入转入“收入分账户”和“本金分账户”。

资产服务顾问:根据合同约定,提供监督资产处置程序、审查处置费用预算、引入市场竞争、定期编制资产服务报告等服务。主要是代表受托机构监督贷款服务机构的

¹ 回收率数据来源:wind 资讯,远东资信整理。

职责,以保证投资者的利益。目前已发行的7单不良资产证券化产品中有4单引入了资产服务顾问。

不良资产证券化产品运作基本流程:发起机构聘请投行类机构作为财务顾问,进行项目设计,并作为发行过程中的主承销商,负责产品销售。并聘请信托公司等作为受托机构,负责信托管理,承担向投资机构支付资产支持证券收益的义务。此外,还引入了资金保管机构提供资金保管服务。

2、现金流支付机制:

信托账户的处置收入在扣除处置费用后,转入可分配收入现金账户。该账户在支付完信托税负、各中介机构相关费用和各信托储备账户的储备资金(如需要)之后,首先用于偿付优先级资产支持证券当期应付的利息,剩余资金用于偿还优先级资产支持证券的本金,直至优先级资产支持证券的未偿本金为零。在支付完优先级资产支持证券全部本息之后剩余的现金在扣除资产服务商的基本服务费和奖励服务费、资产服务顾问的顾问费并补偿流动性支持机构的流动性支持垫付资金(如有)后将作为次级资产支持证券的收益。

超额奖励服务费是不良资产证券化产品在次级档证券固定资金成本偿还完毕后,将剩余金额的一定比例支付向资产服务商的部分。这种利益捆绑机制使得资产服务商更加有勤勉尽责的进行不良贷款处置回收的动力。

三、不良资产证券化产品评级方法

不良资产证券化相比普通的信贷资产证券化产品,基础资产的质量较差,现金流的预测更为困难,由于不良资产的特殊性,

其证券化评级是有别于正常信贷资产证券化的信用评级方法。

我国不良资产证券化产品目前面临的风险主要集中在,基础资产信用质量,交易结构设计,现金流回收情况,参与机构履职能力风险等。针对这些共性风险,评级机构考察的一级评级要素主要包括基础资产分析、交易结构分析、现金流压力测试分析、参与机构履约能力分析等。

(一)基础资产分析

资产支持证券对基础资产的要求是能够产生稳定、可预期的现金流。由于银行不良资产基础资产与正常类贷款区别十分显著,回收不确定性大,因此对基础资产的信用质量以及影响资产池总体质量变化的外部因素进行考察和分析至关重要。

1、基础资产质量

基础资产是资产证券化交易的物质基础和风险本源,也是资产支持证券投资者本息收益的基础支撑,因而首先要考察基础资产池的底层资产质量。银行不良资产池与正常类债权资产不同之处在于,其主要为五级分类中的次级、可疑、损失类,这三类都已发生严重逾期,且回收前景不明朗。按业内标准,其中次级类贷款为本金或利息逾期91~180天,贷款预期损失率在30%以下;可疑类贷款为本金或利息逾期181天以上,贷款损失率预计在30%~90%之间;损失类贷款为预计损失率在90%以上。基础资产池中“可疑”和“损失”类占比越高,贷款回收的概率就越低。

在具体分析基础资产违约损失率时,首先对单笔资产或单个债务人进行影子评级,分析其相应的违约概率及违约损失率,进而确定整个基础资产池的违约比率分布及违

约损失率分布。其中,基础资产的影子评级可通过逐笔评级、抽样评级、评级映射等方法来实现,或是基于原始权益人全部资产的历史违约数据来模拟。其次,在对基础资产进行信用分析的基础上,结合基础资产的评级结果和其他信息,可以统计资产池的各项组合特征,以便对基础资产的信用质量进行综合分析,为初步的定性判断提供依据,主要包括加权平均信用等级、加权平均剩余期限、加权平均利率、行业分布、信用等级分布等。

2、影响基础资产的相关因素

除了对基础资产质量的考察之外,还需要考虑保证人、资产池分散性以及抵质押物追偿的可行性和及时性等外部因素对基础资产信用的影响。

从不良贷款的实际处置来看,债务人、保证人和抵押物所处地区的经济发达程度对不良债权的处置有着重要的影响。经济越发达的地区,相应的不良债权处置回收率往往越高,因此需要考虑地区差异带来的影响。同时,宏观方面还需要关注经济周期、市场环境、行业发展状况及技术进步对回收价值的影响程度。此外,一些不良债权的形成和处置与当地政府的往往有直接或间接关系,这在一定程度上对回收金额产生影响,尽职调查时地方政府的对还款的影响程度也是不容忽视的方面。具体涉及到保证人还需要考察保证人的经营情况及偿债能力等。

资产池的高度分散性有助于缓解回收不确定,使资产池的回收现金流更为稳定和可预期。考察重点包括客户集中度、区域集中度和行业集中度等。不良资产过于集中特定区域和特定行业,尤其是在经济下行周期,会面临很大的系统性风险。

此外,根据不良资产处置经验,有抵押

的不良债权回收率>保证担保债权>纯信用债权。资产池中抵押债权资产占比高,越有利于增强资产池的现金流流入能力。对于抵质押物的分析时,应着重考察抵质押物的类型、权属是否清晰、处置抵质押物所在地的司法环境是否健康等。

(二)交易结构分析

交易结构设计是资产证券化过程中的重要环节,一般从证券化交易结构的有效性、可靠性和完整性等方面进行综合分析与考查。通过优先次级分层、信用触发机制、外部增信等交易结构设计,使得基础资产信用质量获得明显提升。远东资信对于交易结构的考察主要包括现金流对优先级偿付保障机制和信用增信措施方面。

1、现金流保障机制

资产证券化项目的现金流支付机制决定了现金流从归集到分配给证券投资者的路径与规模,进而影响对各档证券本息偿付的保障程度。就现金流支付机制,远东资信主要关注:

资金分配顺序是否更有利于优先级证券的本息偿付保障。资产处置后,可分配资金账户归集的资金在扣减各项税、费、储备金和优先级证券利息后,剩余资金在支付优先级债券利息后将被转入流动性储备账户,从而可加强对优先级证券本金的覆盖程度。此外,包括一些管理费用、资产服务机构、中介机构的服务费用,安排在优先级利息本金支付之前还是之后支付,以及如果是分两次支付的,之前支付的比例程度,都将影响对优先级证券本息的保障程度。

是否设置信用触发机制(主要为加速清偿事件与违约事件)及是否将更大范围的事件认定为信用触发事件。一般而言,在交易

条款中若设置了信用触发机制,信用事件一旦触发将引致基础资产现金流支付机制的重新安排。触发事件包括各个参与机构所引起的不同信用事件,从而导致该机构费用的支付延后甚至是取消;同时,流动性账户也将不再储备现金,而直接按顺序进行各项支付,并在支付次级资产支持证券本息前先行清偿流动性支持机构的垫付资金。

2、信用增信措施

信用增信措施可以降低受评证券的违约风险,提升优先级证券信用水平,吸引投资者,同时满足发起机构在会计、监管和提高资产流动性等方面的需求。主要增信方式包括内部信用增信和外部信用增信,其中以内部增信为主。

(1)内部信用增信

内部信用增信,这种信用增信主要是由原始权益人提供的,依赖于基础资产所产生的现金流,它可以避免第三方信用增信(外部信用增信)提供者信用等级下降所带来的风险。一般而言,内部信用增信主要有以下几种形式:

优先和次级分层结构。优先/次级分层结构是指通过调整资产支持证券的内部结构,将其划分为优先级证券和次级证券或更多的级别。在还本付息方面,优先级证券享有优先权,而在遭遇损失时则由次级档证券先行吸收。这种偿付结构安排使得次级证券投资者为优先级证券投资者提供了一定程度的保障,在资产证券化实践中被广泛使用。这方面,远东资信重点关注交易的分层结构设计,即各劣后受偿的证券在资产总额中的占比、各层级证券本息偿付顺序,以及触发机制设计对优先/次级偿付次序的变化及影响等,以充分考量优先级/次级分层结构对资产

支持证券所起的增信作用。

超额抵押。超额抵押率是衡量不良资产“打折出售”的程度,在其他因素相近的情况下,超额抵押率越高,对资产支持证券的保障程度就越好。一般情况下,超额抵押率与预计的回收率呈负相关关系。值得注意的是,在宏观经济不景气的背景下,需要认识到原先不良贷款的处置难度会加大。尤其是很多抵押物中的不动产受益于此前十年地产上升周期的资产增值效应,但未来像三四线库存压力较大的城市会面临房地产回收预期值变低的可能,同时机器设备等抵押物又较容易贬值,因此市场风险也是抵押物估值所考虑的一种重要的风险因素。

超额利差。在设计证券化产品收益率时,使得相关参与机构服务费率与优先级证券收益率形成的综合成本,与资产包组合的加权平均利率之间形成较大利差,从而为足额支付与优先级证券提供信用支持。

触发机制。包括违约事件和加速清偿事件,一旦触发将引发管理人对现金流的重新安排,有利于缓解风险事件的影响,并提供一定程度的信用支持。信用触发机制设计一般要根据特定的证券化交易风险性质来定,从大的分类角度主要有三类,一类是根据原始权益人自身经营状况设计的触发机制,另一类是根据基础资产的运营数据设计的触发机制,还有一类是根据优先级证券是否偿付设计的触发机制。

现金储备账户。流动性储备金账户的设置,使得部分回收款将被归集至专用账户,其储备金额将至少覆盖下一期的信托费用及优先级资产支持证券利息。并且通过合理设置转付频率,保证在个别期间资金回收不足的情况下,也可支付证券利息,提升证券

结构的安全性。现金储备账户类似于准备金机制,这种增信方式与超额抵押相似,但超额抵押主要是以债权类资产作为抵押,而储备账户则是以现金作为抵押,若出现违约或信用风险,则可以从现金抵押账户中的资产来弥补损失,从而对投资者形成流动性保护。

(2)外部信用增信

尽管内部信用增信可较好的提升优先级证券的信用水平,但信用增信程度与基础资产关联较大,若基础资产质量发生较大变化,将对内部信用增信作用产生较大影响。为更好的保障优先级证券的安全性,在资产证券化过程中还通常会引入外部信用增信措施。目前,市场上较常用的外部信用增信措施主要是第三方担保、差额支付承诺及回购承诺三种方式。

第三方担保模式。第三方担保是指由第三方提供的对违约损失补偿的保证。该种形式的担保一般只保证偿付约定的最大损失额,在必要的时候也垫付本金和利息,并购回违约资产。

差额支付承诺。一般是指原始权益人或其他方承诺对基础资产收益与投资者预期收益差额承担不可撤销及无条件补足义务。

回购承诺。回购承诺通常系由原始权益人针对 SPV 提供的一种外部增信。在采用回购机制的情况下,如果基础资产(部分或全部,下同)情况发生较大变化,导致基础资产产生的现金流或将与预期现金流存在较大偏差,从而不利于投资者本息的收回,则回购方有义务替换同质量的、符合入池标准的基础资产或是直接回购该基础资产。

在产品结构中采用了外部增信的情况下,一旦外部增信机构的资信状况出现不利变化将影响其对证券化交易提供的增信作

用,从而影响资产支持证券的最终评级。资产支持证券的评级对外部增信的依赖越大、基础资产与外部增信机构之间的关联度越大,则基础资产受外部增信机构信用评级变化的影响也越大。因此,远东资信会详尽分析外部增信机构的资信状况。除此之外,还会重点关注外部增信措施是否附条件以及该等条件的性质如何;是否可为外部增信机构单方面撤销或更改;若可有条件地撤销或更改则该等条件实现的可能性如何等。

目前,国内的资产证券化实务操作中,外部增信机构往往由主体长期信用等级较高的原始权益人或与原始权益人关联度很强的控股股东及实际控制人来提供不可撤销的连带责任的差额支付承诺或保证担保。由于差额支付承诺人或担保人的资信水平相对较高,因此,资产支持证券的最终评级也体现了基础资产信用支撑与外部增信机构信用支持的双重影响。

(三)现金流和压力测试分析

和一般信贷资产支持证券不同的是,资产回收率较基础资产其他信用风险更为重要,回收率测算能更好的判断后期优先和次级本息的偿付水平,因而远东资信将通过对不良资产证券化产品现金流分析,以及不同情景下的压力测试,来分析产品的回收情况。

1、现金流分析

现金流分析是资产证券化产品评级过程中较重要的部分,需要测算资产池于每个既定时点产生的现金流能否满足证券按约定还本付息的要求,对于有分档设计的交易结构,每一档证券都要进行现金流分析,以评价信用增信的水平是否能够支持该档证券的信用等级。

通过损失模型模拟资产池中每笔资产

的违约行为来模拟整个资产池的违约行为,从而模拟出资产池的违约损失概率分布图,输入变量包括单笔资产违约概率、所处的区域和行业、贷款五级分类等。以基础资产的历史回收率为基础,综合考虑各特征因素来对资产池内资产逐笔分析,得出整体违约损失概率分布,进而判定受评证券的级别上限。在此基础上,通过现金流模型对资产现金流进行分析,来确定资产池产生现金流的分布及现金流对优先档证券的保障程度。现金流模型设计需要考虑的因素主要有:交易结构、信用增信措施、现金流支付机制、信用触发机制。

2、压力测试

考虑到资产池现金流不确定的特征,除测出资产池在正常情况下的现金流分布以外,还需要考虑证券化产品在面临各种情景(压力)时现金流的分布情况,所以要对现金流进行压力测试。压力测试的主要思想是通过改变基准条件得出各层级不同情景下的临界违约率。这里的临界违约率是指在目标信用水平下,恰好能产生足够现金流并按约定支付本息时的违约率。具体的压力测试场景包括基准利率变化、早偿或延迟、提前触发机制、违约提前发生或违约率提高、回收处置延后或回收率降低等,以测试在不同压力情景下,基础资产现金流在各个支付时点对资产支持证券本息的偿付情况。

在得出各层级临界违约率后,将其与第一部分运用损失模型得出的不同信用评级下,受评证券需要承受的违约比率进行比较,若临界违约率高于违约比率,则认为基础资产抵抗违约的能力超过了预期水平,即可赋予该层级对应的评级。如果压力测试结果不理想,就需要根据现金流分析模型反应

的具体情况,通过调整资产支持证券的优先级发行规模或预定级别,或通过调整交易结构增加触发机制等方式,以保障资产支持证券的本息在各个支付时点都能按约定的条件进行及时足额偿付。

(四)参与机构分析

对主要参与方的分析,远东资信关注的是其尽职能力的高低。远东资信认为,一个合格的参与方,应具备相应的尽职能力,能够依据相关交易文件履行其职责。在不良资产支持证券交易结构中,主要参与方包括委托人(发起机构)、资产服务机构、受托机构(发行机构)、资金保管机构等,其中,原始权益人与资产服务机构往往为同一机构。

资产服务机构一般在债权类资产证券化中承担着管理入池资产,以及就基础资产运行情况编制报告;受托机构承担对SPV进行会计核算和报告、按合同约定管理和处分信托财产以及持续披露有关信托财产和资产支持证券信息的义务,因此,资产服务机构和受托机构的尽职能力可以直接影响到各档证券本息的偿付,为交易中重要的参与方。

1、资产服务机构(发起机构)

资产服务商提供资产维护和日常管理及处置回收、制定年度资产处置计划,对于不良资产的回收产生直接影响。资产服务顾问提供包括监督资产服务商对资产的维护和管理、对年度资产处置计划提供咨询意见、为资产服务商的资产处置工作提供必要咨询服务,并在优先级投资者获得本息收入之后,获得超额奖励费,因而,资产服务顾问的资产处置市场经验对资产回收率也将产生直接影响。尤其是在不良资产处置过程中,涉及到诉讼执行时,不良资产回收率与服务商处置能力关系很大。一般债权类资产

支持证券的服务商的管理能力虽然对产品信用能力也会产生重要影响,但远不如不良资产支持证券中服务商的作用突出。因此,服务商的评级不高,将限制证券化产品的等级。同时,资产服务顾问在资产服务商处置不良资产的过程中起到引入市场竞争、提供咨询顾问服务、监督资产服务商保护投资者利益的作用,因而其经验和能力也将影响不良资产的回收情况,所以如果商业银行作为服务商,最好应选择专业的不良资产管理公司作为处置顾问。

远东资信对资产服务机构尽职能力的考察包括:公司治理与管理、风险管理能力、财务与信用状况以及过往的尽职情况等。

公司管理素质方面,远东资信考察:资产服务机构公司治理是否规范、人力资源状况、资产服务机构提供相应服务的经验、资产服务机构的内部控制机制。

风险管理能力方面,远东资信考察:资产服务机构的业务操作流程;业务各环节风险控制情况;是否建立科学的决策程序和内部控制机制,保证其内部各个部门、人员及业务按规定的工作流程和经营目标运作,以减少和控制潜在的操作风险和道德风险产生;安全保障措施的完备性。

财务与信用状况方面,远东资信考察资产服务机构的主要财务指标表现及信用状况。过往尽职情况方面,远东资信主要是考察其过往作为资产服务机构的尽职情况,例如是否出现违约情形,是否存在不尽职的情形等。

2、其他参与方分析

资产证券化过程中涉及的中介服务机构主要包括受托机构、资金保管机构等,对这些参与机构主要是分析其操作风险与信用风险。

受托机构作为资产支持证券投资者的代理人,其履职能力关系投资者的切身利益。受托机构出现严重违反法律、法规和合同约定等行为可能会损害投资者的经济利益。受托机构的管理能力一般体现在:是否能及时识别影响现金流入的风险并采取相应措施、对资产服务机构(一般为原始权益人)的监督是否有效、能否协调交易各方利益、触发信用机制时能否积极追偿债务保护投资者利益等。远东资信在对受托机构的履职能力进行考察时,重点关注资本实力、往年项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。

资金保管机构主要负责资金的托管与税费及证券本息的按时支付,远东资信重点考察资金保管机构是否为资产支持证券单独立帐,在现金管理方面是否会存在混用、拖延等现象,是否建立了严格的现金收付管理制度。远东资信主要考察资金保管机构的资本实力、历年项目经验、风险控制能力、与资产证券化业务有关的业务流程的规范性和内部控制制度的完善性等方面。

此外,远东资信还将关注相关合同条款对主要参与方行为和责任的约定以判断其是否有利于保障其履行职责。

国外评级机构对优先股评级方法比较

上海远东资信评估有限公司 刘敏

远东资信研究了国际三大评级机构标普、穆迪和惠誉对于优先股的评级方法,基于优先股具有股权和债权双重特性,三大评级机构一般将优先股评级和混合性债券评级统一研究,其评级思路基本一致。由于优先股的清偿顺序在所有债券之后、普通股之前,其回收率低于所有债券(包括次级债),因此,一般情况下其评级应该低于次级债券评级。三大评级机构的评级思路基本均为根据发行条款和发行人资质的差异,在基准级别的基础上下调一定的级别。具体的考量要素和调整幅度略有不同。

对发行条款而言,穆迪相对较关注债项的次级属性和利息强制性递延触发条款,标普对于债项的次级属性和利息递延均关注,其中选择性递延下调一个级别,对于强制性递延下调两个级别,惠誉关注外部支持对优先股债项级别的影响;发行人资质差别主要体现在投资级和非投资级发行人差异,投资级发行人债项级别的调整幅度小于非投资级发行人债项调整幅度。

一、三大评级机构优先股评级标准

(一)穆迪优先股评级标准

1、非金融企业优先股评级标准

穆迪级别下调主要原则是根据违约概率和违约损失率确定的预期违约损失严重

程度,以同一发行人的高级无担保债项评级作为基准,依据优先股次级属性进行级别调整。次级属性为优先股清偿顺序在存款人,一般债务人,次级债务人之后,仅优于普通股股东,如因破产、解散等原因进行清算,财产在按照相关法律、行政部门规章的有关规定进行清偿时,优先股股东可能面临由于清偿顺序劣后而导致其可获得分配财产减少的风险。

表 1 不同债务的平均损失严重程度

(与相同发行人的高级无担保债券的历史损失严重程度比较)	
担保债券	-30%
高级无担保债券	n/a
高级次级债券	40%
次级债券	52%
低级次级债券	62%
优先股	85%

资料来源:MOODY,远东资信整理

如上表所示,以高级无担保债券的平均历史损失率作为基准,优先股的平均损失程度比高级无担保债券低 52%。在此基础上,以高级无担保债项评级作为基准评级,如果高级无担保债项或者主体评级为 Ba2 或者更高,次级债项评级和优先股评级分别向下微调 1 个小级别和 2 个小级别。如果高级无担保债项或者主体评级为 Ba3 或者更低,高级次级债券和普通次级债项评级下调 2 个小级别,低级次级债券(Junior subordinated debt)和优先股债项评级分别

下调 2-3 个或者 3-4 个小级别，即优先股评级比次级债券评级的最低级别下调一个小级别。

表 2 穆迪混合资本债券级别调整准则

	债券类型	级别调整 （“+”上调， “-”下调）	基准级别
如果高级无担保债券或主体评级是 Ba2 或者更高	担保债券	+1	高级无担保债券或主体评级
	高级无担保债券	0	高级无担保债券或主体评级
	高级次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级
	普通次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级
	低级次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级
	优先股	-2	高级无担保债券或主体评级
	债券类型	级别调整 （“+”上调， “-”下调）	基准级别
如果高级无担保债券或主体评级是 Ba3 或者更低	担保债券	+1	高级无担保债券或主体评级
	高级无担保债券	0	高级无担保债券或主体评级
	高级次级债券	-2	高级无担保债券或主体评级
	普通次级债券	-2	高级无担保债券或主体评级
	低级次级债券	-2 或 -3	高级无担保债券或主体评级
	优先股	-3 或 -4	高级无担保债券或主体评级

资料来源：MOODY, 远东资信整理

2、银行优先股评级方法

在金融危机之后，穆迪银行的优先股评级准则进行了以下修订：①除考虑次级债务风险之外，新增了延期支付利息的损失和除清算之外的潜在本金损失。因为经验表明，对银行而言，混合资本工具损失概率比高级债务更高，而且还包括清算之外重组产生的损失。②除部分国有银行之外，对于大多数数包括优先股的混合资本工具评级不考虑系统的外部支持。③对银行优先股评级设置了评级上限。对将净损失设置为触发条件的非累积性优先股，Baa1 是评级上限，特别是对于银行财务评级为 A 和 B+ 的。④设置了新的调级指标，比如外生的，难以预测但信用状况挂钩的监管和/或政府干预等。

大多数情况下，银行的高级无担保评级和银行存款评级相同，因此穆迪以银行的存款评级作为基准评级。

表 3 银行优先股调级准则

额外调级范围	标准额外调级	正常调级	基准级别	额外调级范围
-1 至 -3	-2	-3	银行存款评级	如果递延利息是累计的，下调一个小级别；如果递延利息是非累计的，并有净损失的触发条件，下调 3 个小级别，并且基准级别不超过 baa1

资料来源：MOODY, 远东资信整理

优先股满足一定的财务触发条件后存在本金减少风险，在企业重组过程中优先股也可能不考虑在内，而且在银行陷入财务危机时会有转股风险，递延利息收入大部分是非累积的，无法派息日子会无限延长从而提高其预期损失增加的可能性，因此在优先股的债项评级中可根据具体情况额外调级。累积型的优先股较少发行，其可额外下调一个小级别。

额外下调三个小级别仅适用于非累积型优先股，并且由于净损失而引发较大的转股可能性，并且利息已经较长时间未支付。此时基准级别有限额，最高不超过 Baa1。

(二) 标普优先股评级方法

1、非金融企业优先股评级方法

标普混合资本债券评级主要原则是根据具体条款和发行人资质差异，在主体级别上下调 1-4 个小级别。对投资级主体而言，次级属性下调 1 个小级别，选择性递延下调 1 个小级别，强制性递延下调 2 个小级别；对投机级主体而言，次级属性下调 2 个小级别，选择性递延下调 1 个小级别，强制性递延下调 2 个小级别。

标普认为，积累优先股和非积累优先股的信用等级没有差别，因为标普认为在正常经营中这两种工具偿还的可能性是一样的。

表 4 标普混合资本债项确定准则

	投资级		投机级	
	选择性递延	强制性递延	选择性递延	强制性递延
次级属性	1	1	2	2
递延	1	2	1	2
合计	2	3	3	4

资料来源:S&P、中金公司

2、银行优先股评级方法

除正常级别调整之外,标普较关注发行条款中对利息延期支付或者取消支付、转股等条款的规定,此外,当银行主体评级为投资级别时,银行优先股评级通常比银行主体评级低 2-3 个小级别;当银行主体的等级处于非投资级时,银行优先股通常要比主体评级低 2 个或更多小级别。

表 5 银行优先股调级说明

正常调级	
次级属性	基准评级为 BBB-或者更高,下调一个小级别,若为 BB+或更低,下调两个小级别
选择性或者强制性的取消优先股派息的条款	另外下调 1-2 个小级别
强制性资本金条款导致转股或者本金减少或者两者都有	另外下调一个小级别
额外调级	
持续经营的资本金强制条款导致转股、本金减少或者两者	额外下调 1-4 个小级别
正常调级中未包括的取消优先股派息的条款	根据取消派息的可能性额外下调 1-3 个小级别

资料来源:S&P,远东资信整理

(三)惠誉优先股评级方法

1、非金融类企业优先股评级方法

惠誉对优先股评级的主要原则是根据优先股发行条款及主体资质决定的回收率,在主体级别基础上向下降低 1-3 个小级别,甚至更多。具体而言,根据其具有的持续经营损失吸收的特点,回收率低,在主体评级基础上至少下调 2 个小级别;如果同时存在易于激活持续经营损失吸收特征的条款,那么在主体评级基础上至少降低 3 个小级别。此外,惠誉评级方法强调外部支持对债项评

级的影响。惠誉评级从政府支持和股东支持两个维度考虑外部支持因素。

表 6 惠誉政府支持对混合资本工具调整新准则

个体评级	评级调整	级别
A-C	0	BBB
C/D	1 个小级别	BBB
D	2 个小级别	BBB-
D/E	3 个小级别甚至更多	BB+或者更低
E	4 个小级别甚至更多	BB 或者更低

注:由于政府支持使得长期主体评级为 A-

资料来源:Fitch,远东资信整理

如果个体级别为 C/D 档,考虑到政府支持,其长期主体评级为 A-,但是政府支持并不会对诸如优先股这样的混合资本工具提供保护,因此混合资本债项评级要进一步下调级别,下调至 BBB 级。如果未来随着个体经营状况的恶化,个体评级降至 D/E,即使由于政府支持,长期主体评级仍为 A-,混合资本工具的债项评级仍要下调至 BB+。

惠誉认为,与政府支持不同,对于股东支持,基于法律、市场声誉和战略规划考虑,股东支持相对较稳定,混合资本工具的债项评级与母公司评级相关。如果股东要求子公司对混合资本工具延期支付利息,但对高级债务或者其它次级债按期支付,则不仅会对子公司造成损失而且也会影响股东/母公司在资本市场的声誉,并影响其后续融资行为,因此即使子公司在股东/母公司的业务中并不占有重要地位,或者并不是全资拥有,或者拟打算出售,也会假定会获得股东/母公司稳定支持。如果对这一判断有所质疑,惠誉会要求母公司出具书面证明。

2、银行优先股评级方法

惠誉的银行优先股债项评级根据逐渐增加的违约风险和违约发生的回收率,在银

行生存能力评级(Viability Rating)作为基准评级,优先股债项评级根据基准评级下调级别。惠誉银行的生存力评级是指在不考虑外部支持的情况下,根据运营环境、公司基本情况、公司治理和管理架构、风险控制、财务分析等因素评价其自信用状况。

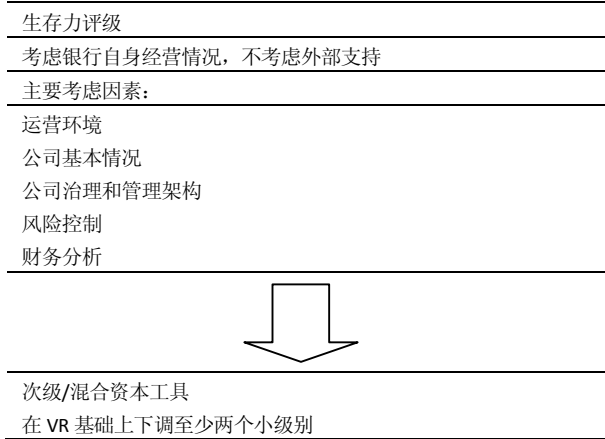


图 1 惠誉银行综合资本工具评级基本思路

资料来源:Fitch, 远东资信整理

表 7 三大评级机构优先股评级说明

	非金融企业	标准评级	银行	标准评级
穆迪	-2 至-4	高级无担保级别/主体级别	-2 至-4	银行存款评级
标普	-2/-3	发行人主体评级	-2 及以上	银行独立评级
惠誉	-2 及以上	发行人违约评级	-2 及以上	银行生存能力评级

资料来源:远东资信整理

二、评级要素

(一)股性强弱(股权比例)

股性强弱一方面决定在基准评级基础上是否调降及调降幅度,另一方面也决定包括优先股在内的混合资本工具中分别记入

股权和债权的比例。标普和惠誉将混合资本工具按强-中-弱分为三档,穆迪将其分为五档。从三大评级机构的评级方法而言,优先股的股本比例尚不足以对评级产生直接影响,但是影响其回收率,尤其是对低级别债项评级。穆迪认为,对于优先股而言,由于其非累积性特征以及在银行清算时,受偿顺序仅仅优先于普通股,基于持续经营损失吸收的考虑,如果银行经营出现问题,优先股极有可能是第一层吸收损失的。

(二)有效期限

到期期限一般是指从优先股发行日到发行人约定的赎回期限之间的时间。一般而言,有效期限越长则认为股性越强。三大评级机构中,惠誉对期限要求相对宽松,认为剩余期限超过5年就拥有股性,穆迪最为严格,认为超过30年才具有股性,完全没有到期日,才认为具有100%的股性。

3、发行条款(利息递延等)

利息递延可以通过有管理的选择性和强制性触发条款实现。其中,选择性递延指若满足特定的条件,发行人可以在任何时间选择递延支付利息,股性的强弱取决于递延支付年限,条款限制,是否可累计等;强制性触发条件指当发行人信用等级下降时保持发行人营运现金流的稳定,一般需要考虑其触发条件是否容易达到,越容易达到,股性越强,一般而言,强制性递延的股性高于选择性递延。

游产业,具有一定的联动性,从而使得煤炭企业和钢铁企业的信用风险相对较大,特别是对于经营性现金流连利息都无法覆盖,仅能依靠借新还旧度日的企业而言,一旦外部融资条件收紧,将无可避免地陷入现金流断裂形成的违约风险。(2)公司治理结构不完善,管控风险较大,实际控制人的突发事件将对公司资金周转和债券偿付产生负面影响。如山东山水水泥集团有限公司控股权纷争一直未解决,公司融资渠道受到限制,导致资金链十分紧张。亚邦投资控股集团有限公司董事长许小初先生应相关部门要求协助调查的影响,造成部分银行收贷、压贷,公司发生流动性危机,在公开市场发行的短期融资券“15 亚邦 CP001”发生违约。(3)外部支持有限,企业筹措资金渠道受限。保定天威集团有限公司(以下简称“天威集团”)自 2013 年后,公司业绩不佳,

流动性紧张,信用评级频繁下调,频频发生债务逾期的情况,作为外部支持的母公司兵装集团为了保住上市公司保变电气这一股权融资渠道,对天威集团和保变电气进行了资产置换,将传统优势业务输变电剥离给上市公司并增持上市公司股份,取代天威集团成为保变电气的第一大股东,并在完成置换之后,母公司下属财务公司首先对天威集团提出资产保全,成为天威集团财产处置时的第一顺位,母公司并未对天威集团进行有效救助,并置换出其优质资产使得天威集团的外部融资渠道完全被切断。在财力下滑较快省份,作为外部支持的地方政府救助力量也相对有限。东北特殊钢集团有限责任公司的第一大股东和实际控制人均为辽宁省国资委,但是在违约爆发之后,辽宁省政府的兜底意愿下降,而且财政收入下滑也弱化了兜底能力。

表 1 2016 年上半年我国债券市场信用事件统计表

发行人	发行日期	债券简称	发行利率	债券性质	企业性质	行业	担保人	省份	事件摘要
保定天威集团有限公司	2016-2-24	11 天威 MTN1	5.85	中期票据	央企	电气部件与设备	-	河北	由于公司持续亏损,资金枯竭,主要资产被轮候查封,未能按期兑付本息,并已于 2015 年 09 月 18 日向河北保定市中级人民法院提交破产重整申请;2016 年 01 月 08 日,河北保定市中级人民法院裁定受理天威集团的重整申请。
	2016-3-28	13 天威 PPN001	5.80	定向工具					
	2016-4-21	11 天威 MTN2	5.70	中期票据					
保定天威英利新能源有限公司	2016-5-12	11 威利 MTN1	6.15	中期票据	公众企业	半导体产品	-	河北	受光伏行业整体形势影响,光伏组件价格持续下降,由于连续亏损,公司难以利用自身现金流覆盖到期的中票本息。
春和集团有限公司	2016-5-16	15 春和 CP001	7.95	短期融资券	民营	建筑机械与重型卡车	-	浙江	由于因行业整体下滑、海外投资亏损、银行收贷等原因,公司现金流枯竭,即将由断裂的危险,其下属浙江船厂已进入破产重整且外部评级机构已将春和集团列为重大奉献企业,公司无法按期兑付到期的短融本息。
东北特殊钢集团有限责任公司	2016-3-28	15 东特钢 CP001	6.50	短期融资券	国企	钢铁	-	辽宁	受钢铁行业整体不景气影响,公司近期销售压力很大,公司虽采取了加大回款力度,降低库存,并通过多方渠道筹集资金等措施,公司面临较大流动性压力,且公司董事长杨华先生于 3 月 24 日意外死亡,对企业生产经营和资金周转带来不确定性负面影响,公司在债券偿还到期日未能筹集足额偿付资金。
	2016-4-5	15 东特钢 SCP001	6.00	超短期融资债券					
	2016-4-12	13 东特钢 MTN2	5.63	中期票据					
	2016-5-5	15 东特钢 CP002	5.88	短期融资券					
	2016-6-6	14 东特钢 PPN001	8.20	定向工具					

发行人	发行日期	债券简称	发行利率	债券性质	企业性质	行业	担保人	省份	事件摘要
东兴金满堂商贸有限公司	2016-6-17	金满锐溢	11.00	私募债	-	贸易公司与工业品经销商	广西东兴长和房地产(投资)开发有限责任公司	广西	公司承诺,未支付本金壹仟壹佰壹拾贰万元整(小写:¥11120000.00元)按原利率上浮50%计算罚息,以上未支付本金及罚息将不晚于2016年7月6日支付.同时,公司将配合本期债券之受托管理人做好召开债券持有人会议的相关准备工作,会议通知由受托管理人发布。
甘肃华协农业科技股份有限公司	2016-6-1	15 华协农业 02	9.50	私募债	民营	农产品	甘肃西部华银信用担保有限公司	甘肃	因公司资金规划原因, 偿还本息的资金暂未回笼, 故未能按期支付。
	2016-6-1	15 华协农业 01	9.50						因公司资金规划原因, 偿还本息的资金暂未回笼, 故未能按期支付。就此, 公司与甘肃股权交易中心股份有限公司及相应债券持有人就延期偿还一事进行协商, 公司承诺自债务到期之日起45天内保证全部清偿兑付(即第三期延期期限自2016年6月10日至2016年7月24日止、第四期延期期限自2016年6月20日至2016年8月3日止), 延期期间执行利率为9.5%/年, 同时公司愿意在债务逾期期间支付投资者补偿, 投资者补偿按延期利率4倍执行, 以作为对投资人的回报及致歉。
	2016-6-13	15 华协农业 04	9.50						
广西有色金属集团有限公司	2016-3-9	13 桂有色 PPN001	5.70	定向工具	国企	金属非金属	-	广西	发行人由于连续亏损, 并已进入破产重整程序, 造成本期定向工具本息到期不能偿付。
	2016-4-22	13 桂有色 PPN002	5.56						
江苏中联物流股份有限公司	2016-3-13	13 中联 01	10.00	私募债	民营	航空货运与物流	中海信达担保有限公司	江苏	本期债券由债券持有人于2014年3月12日全额认购, 将于2016年3月12日到期。因债券发行人经营原因债券发行人现提议延期支付“13 中联 01”债券本金及利息, 并为此向债券持有人提供担保措施。
南京雨润食品有限公司	2016-3-17	15 雨润 CP001	6.45	短期融资券	外商独资企业	食品加工与肉类	-	江苏	受公司实际控制人祝义财被执行指定居所监视居住事件的持续影响, 雨润集团及其下属子公司生产经营、融资能力和财务状况受到较大程度的不利影响, 同时, 受市场上有关食品安全的负面报道产生的声誉影响、高端餐饮及肉类消费市场的疲软, 以及原材料价格和生产成本上涨较快影响, 公司财务状况恶化, 融资受限, 无法按期筹措足额偿债资金。
	2016-5-13	13 雨润 MTN1	5.27	中期票据					
内蒙古奈伦集团股份有限公司	2016-5-4	11 蒙奈伦	7.48	一般企业债	民营	食品加工与肉类	-	内蒙	预期重组的“天润化肥”项目尚未完成最后签约, 以上情况导致“2011 年内蒙古奈伦集团股份有限公司公司债券”无法按时偿付。
	2016-5-4	11 蒙奈伦债	7.48						
山东山水水泥集团有限公司	2016-1-21	13 山水 MTN1	5.44	中期票据	外商独资企业	建材	-	山东	山东山水债务问题的根本原因是因为控股权纷争未解决, 公司融资渠道受到限制, 导致资金链十分紧张。另外公司目前正面临多起债务诉讼, 部分银行账户及资产已被查封或保全, 具体情况公司已另行公告。截止到兑付日, 公司未能按照约定筹措足额偿债资金。
	2016-2-14	15 山水 SCP002	4.50	超短期融资券					
上海云峰(集团)有限公司	2016-2-29	14 云峰 PPN001	0.00	定向工具	国企	贸易公司与工业品经销商	-	上海	公司近年投资激进, 2015 年煤价超预期下跌导致本就较弱的现金产生能力更加弱化, 资金缺口大, 2015 年 10 月, 绿地集团撤销委托管理, 脱离绿地集团信用担保后再融资困难, 资金枯竭, 2014 年度第一期、第二期、第三期、2015 年读第三期、
	2016-2-29	15 云峰 PPN001	8.00						
	2016-2-29	15 云峰 PPN003	7.00						
	2016-2-29	15 云峰 PPN005	6.80						
	2016-2-29	14 云峰 PPN003	7.70						

发行人	发行日期	债券简称	发行利率	债券性质	企业性质	行业	担保人	省份	事件摘要
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-6-15	15川煤炭 CP001	5.72	短期融资券	国企	煤炭与消费用燃料	-	四川	受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌、新发行债券困难等多方面因素影响,公司资金链紧张,公司虽然通过多方渠道筹集资金,但截至2016年6月15日日终,公司依然未能筹集足额偿付资金,“15川煤炭 CP001”不能按期足额偿付,已构成实质性违约。
天津市泰亨气体有限公司	2016-5-10	12泰亨债	9.50	私募债	民营	工业气体	天津海泰投资担保有限责任公司	天津	目前泰亨气体经营恶化,不能于2016年5月10日支付本次利息。
亚邦投资控股集团有限公司	2016-2-14	15亚邦 CP001	7.95	短期融资券	民营	综合类行业	-	江苏	因公司董事长许小初先生应相关部门要求协助调查的影响,造成部分银行收贷、压贷,公司资金链十分紧张。
中成新星油田工程技术服务有限公司	2016-3-10	12中成债	10.00	私募债	民营	石油天然气设备与服务	中海信达担保有限公司	北京	由于自2014年以来,受国际油价下跌影响,发行人企业经营一直较为困难、现金流紧张,未能按时、足额将本期证券应付利息和偿债保障金存入偿债保障金专户。
中煤集团山西华昱能源有限公司	2016-4-6	15华昱 CP001	6.30	短期融资券	央企	煤炭与消费用燃料	-	山西	因受煤炭市场行情疲软影响,煤炭销售价格大幅下降,2015年前三季度,公司经营业绩出现亏损,造成公司资金链紧张。公司未能按照约定筹措足额偿债资金。
淄博宏达矿业有限公司	2016-3-8	15宏达 CP001	8.00	短期融资券	民营	金属非金属	-	山东	截至2016年3月8日日终,公司未能按照约定筹措足额偿债资金,“15宏达 CP001”不能按期足额偿付,已构成实质性违约。

资料来源:远东资信根据 Wind 资讯整理

二、2016 年上半年主要违约事件 评级调整情况

鉴于2016年上半年,发债企业信用风险增大,逾期、违约不确定性增加,评级机构的级别调整频率更高,级别调整跨度较大,部分违约债券主体级别下调幅度甚至高达两个大级别。考虑到保定天威集团有限公司的主体级别已于2015年年底下调至C级及私募债、定向工具等信息披露有限,本部分主要梳理了公开市场的违约事件评级调整情况。

春和集团有限公司(以下简称“春和集团”):在主业亏损,自有资金严重不足,刚果

(布)钾盐矿股权转让事宜和南通海工互保事项等尚无具体进展的情况下,经营现金流枯竭,信用风险暴露,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)将春和集团的主体信用等级由CCC级下调至C级,同时将“15春和 CP001”由C级下调至D级。

东北特殊钢铁有限责任公司(以下简称“东北特钢”):由于东北特钢债务负担较重,流动性持续紧张,截止到期兑付日日终,公司未能筹措足额偿债资金,基于东北特钢“15东特钢 CP001”本息未能按期足额支付的违约事实,联合资信将东北特殊钢铁有限责任公司主体长期信用等级由AA下调至C,并将“13东特钢 MTN1”和“13东特钢

MTN2”的债项信用等级均由 AA 下调至 C, 将“15 东特钢 CP001”“15 东特钢 CP002”和“15 东特钢 CP003”的债项信用等级由 A-1 下调为 D。

南京雨润食品有限公司(以下简称“南京雨润”):短期偿债压力巨大,其主业亏损,现金回笼欠佳,自有资金匮乏,外部支持力度不足,信用风险加剧,“15 雨润 CP001”构成实质性违约。上海新世纪资信评估投资服务有限公司(以下简称“新世纪评级”)将南京雨润的主体信用等级由 CCC 级下调至 C 级。同时,将“13 雨润 MTN1”的债项信用等级由 CCC 级下调为 C 级;将“15 雨润 CP001”债项信用等级由 C 级下调为 D 级。

内蒙古奈伦集团股份有限公司(以下简称“奈伦集团”):2016 年 3 月 11 日,鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)将“奈伦集团”主体长期信用等级和“11 蒙奈伦债”信用等级列入信用评级观察名单。观察期内,鹏元持续关注了奈伦集团打的债务重组及“11 蒙奈伦债”回售资金及利息的筹措情况。2016 年 4 月 25 日,基于“11 蒙奈伦债”2016 年 5 月 5 日应付利息和回售款项达 7.77 亿元,以及奈伦集团各业务板块基本停滞,多笔债务到期无法偿还,主要资产被查封冻结,能否足额筹措“11 蒙奈伦债”本息兑付资金存在较大的不确定性,鹏元将其主体长期信用等级由 BBB 下调为 B,评级展望维持为负面,将“11 蒙奈伦债”信用等级由 BBB 下调为 B,同时将奈伦集团主体长期信用等级和“11 蒙奈伦债”信用等级继续列入信用评级观察名单。2016 年 5 月 4 日晚,奈伦集团发布公告称“11 蒙奈伦债”实质违约,鹏元将奈伦集团主体长期信用等级由 B 下调为 C,评级展望为稳定,将“11 蒙奈伦债”信用等级

由 B 下调为 C,同时将奈伦集团主体长期信用等级和“11 蒙奈伦债”信用等级移出信用评级观察名单。

山东山水水泥集团有限公司(以下简称“山东山水”):目前,山东山水部分公开市场债务已经出现到期无法兑付情况,虽然 2016 年 1 月 5 日,山东山水发布公告称“截至 2016 年 1 月 4 日,公司股东已筹集部分资金,用于支付‘15 山水 SCP001’的利息(不包括逾期违约金)”,但山东山水及母公司的纠纷仍在继续,双方各执一词,互不相让,纠纷短期内可能难以得到有效解决,中诚信国际信用评级有限责任公司(以下简称“中诚信国际”)将山东山水的主体信用等级由 CC 下调至 C,将“13 山水 MTN1”“14 山水 MTN001”和“14 山水 MTN002”的债项信用等级由 CC 下调至 C。

四川省煤炭产业集团有限责任公司(以下简称“川煤集团”):川煤集团在主业亏损、自有资金严重不足以及现金回笼不佳的情况下,经营性现金流枯竭,加之未能获得及时、有效外部支持,导致信用风险暴露,川煤集团未能如期足额兑付“15 川煤炭 CP001”,新世纪评级将川煤集团的主体信用等级由 BBB 级下调至 C 级,同时将其发行的“10 川煤债”、“12 川煤炭 MTN1”债项信用等级调整至 C 级,将“15 川煤炭 CP001”债项信用等级调整为 D 级。

中煤集团山西华昱能源有限公司(以下简称“中煤华昱”):基于中煤华昱“15 华昱 CP001”本息未能按期足额兑付的违约事实,联合资信将中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级由 BBB 下调为 C,并将“11 金海洋 MTN1”和“12 金海洋 MTN2”的债项信用等级均由 BBB 下调为 C,将“15 华昱

CP001”的债项信用等级均由 A-3 下调为 D。

淄博宏大矿业有限公司(以下简称“淄博宏大”)根据中融新大集团有限公司(原“山东焦化集团有限公司”)2016年3月7日披露的《关于控股子公司山东铁雄冶金科技有限公司中止收购淄博金召矿业有限公司的公告》称,因双方意见不一致,山东铁雄冶金科技有限公司决定中止本次收购,已于2016年3月2日将淄博宏大唯一股东淄博金召矿业投资有限公司的100%股权退出,

并办理完毕工商登记变更手续。

大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公”)关注到淄博宏大已无经营额业务开展,资金链极为紧张,而短期偿债压力仍然极大。大公认认为,淄博宏大自身偿债来源匮乏,同时外部支持基本丧失,信用风险急剧加大,短期流动性风险骤增,基本丧失偿债能力。大公将淄博宏大主体信用等级调整为 CC,评级展望维持负面,将“15 宏大 CP001”信用等级调整为 D。

表 2 2016 年上半年我国债券市场违约事件主体评级调整情况统计

发行人	债券简称	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	上次评级日期	上次主体评级	历史主体评级
春和集团有限公司	15 春和 CP001	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2016-05-17	C	2016-05-09	CCC	AA-(稳定 20111128) BBB(20160311) BB(20160426) CCC(20160509) C(20160517)
东北特殊钢集团有限责任公司	10 东特钢 CP01	联合资信评估有限公司	2016-03-28	C	2015-08-31	AA	AA-(稳定 20081208) AA(稳定 20120906) AA(负面 20130621) C(20160328)
南京雨润食品有限公司	12 雨润 MTN1	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2016-03-17	C	2016-03-15	CCC	AA(稳定 20120727) AA(负面 20150729) A(20151013) BB(20160304) CCC(20160315) C(20160317)
内蒙古奈伦集团股份有限公司	08 蒙奈伦债	鹏元资信评估有限公司	2016-05-05	C	2016-04-25	B	AA-(稳定 20110117) AA(稳定 20130702) A+(负面 20150130) BBB(负面 20151120) B(负面 20160425) C(稳定 20160505)
山东山水水泥集团有限公司	10 山水 MTN1	中诚信国际信用评级有限责任公司	2016-01-05	C	2015-11-11	CC	AA(稳定 20100705) AA(正面 20121012) AA+(稳定 20130930) AA(20150915) A+(20151103) A-(20151106) BB-(20151109) CC(20151111) C(20160105)
四川省煤炭产业集团有限责任公司	15 川煤炭 CP001	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2016-06-15	C	2016-06-14	BBB	AA(稳定 20100625) AA+(稳定 20120827) AA+(负面 20151010) AA(负面 20160527) BBB(20160614) C(20160615)
中煤集团山西华昱能源有限公司	15 华昱 CP001	联合资信评估有限公司	2016-04-06	C	2016-04-05	BBB	AA+(稳定 20110809) AA+(负面 20140725) AA(稳定 20150703) BBB(负面 20160405) C(20160406)
淄博宏大矿业有限公司	15 宏大 CP001	大公国际资信评估有限公司	2016-03-08	CC	2016-02-29	BB+	AA-(稳定 20140113) A(负面 20151228) BB+(负面 20160229) CC(负面 20160308)

资料来源:远东资信根据 Wind 资讯整理

三、未来信用风险展望

债券违约将常态化。由于我国未来一段时间仍将面临产业结构调整,经济下行压力仍较大,在推进供给侧结构性改革,化解过剩产能,加快淘汰落后产能背景下,导

致债券市场违约风险频繁的核心要素并未发生根本性改变,债券违约或将常态。未来随着供给侧改革推进,产能过剩行业的信用品质或仍将持续恶化,落后产能占比较大,缺乏核心竞争力,公司治理较差,下游客户稳定性较差的发债企业将经营持续恶

化,资金链断裂,信用风险暴露,进而引发债务危机。

外部支持对债券兑付的影响或将趋弱。长期以来,外部支持是影响债券发行人的信用等级的评价指标之一,但根据 2016 年上半年的违约事件可见,这一因素的影响趋于弱化。2015 年财政收入下滑最快的 7 个省份分别是辽宁、黑龙江、山西、吉林、青海、内蒙古、云南,主要是由于煤炭、化工、金属矿产等产能过剩行业在这几个省份中经济总量占比较大,且近几年经济结构的调整成效不

明显等原因造成的。以煤炭产业为例,东北三省地区资源禀赋较差,小煤矿众多,不排除中央政府或因大力去产能的政策导向不会给予资金支持,而地方政府因为财政实力不济,难以施予援手。

从长期结构来看,中国在未来一段时间仍将面临产业结构调整、人口结构老龄化、世界资本流动等问题,但是在政策的调控下中国的宏观经济局面总体仍稳定。基于此前提,债券市场上发生的风险事件仍定性为个别事件,而非系统性风险。

2016 年 1-5 月我国债券市场发展情况分析

上海远东资信评估有限公司 刘洋 黄骏

一、2016 年 1-5 月债券市场概况

2016 年 1-5 月，我国债券市场共发行各类债券 10805 只，同比增长 130.24%；发行规模为 14.72 万亿元，同比增长 120.25%。其中，以同业存单、地方政府债和政策性银行债为代表的利率债合计发行 9.14 万亿元，占同期债券发行规模总额的 62.10%。以短期融资券、公司债、中期票据和企业债等为代表的信用债合计发行 3.54 万亿元，同比增长 88.30%，占同期债券发行规模总额的 24.05%。

信用债中企业债、公司债、中期票据、超短期融资券、资产支持证券等发行规模都有不同程度的增长。其中，公司债增幅最大，其次是资产支持证券。自 2015 年 1 月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》后，审核流程的简化、审核效率的提高，极大促进了公司债的发行。2016 年 1-5 月，我国公司债券共发行 1092 只，募集资金 11777.47 亿元，比 2015 年同期分别上升 281.82% 和 1900.83%。其中，一般公司债共发行 383 只，募集资金 5934.63 亿元，比 2015 年同期分别

上升 1060.61% 和 1593.43%；私募债共发行 709 只，募集资金 5842.84 亿元，比 2015 年同期分别上升 180.24% 和 2353.12%。

2016 年 1-5 月，我国共发行短期融资券 1138 只，募集资金 15655.10 亿元。比 2015 年同期分别上升 25.33% 和 24.42%。其中，超短期融资券共发行 811 只，募集资金 12736.60 亿元，比 2015 年同期分别上升 71.10% 和 47.19%。

2016 年 1-5 月，我国企业债券共发行 233 只，募集资金 2898.10 亿元，与 2015 年同期相比，分别上升了 53.29% 和 75.05%。

2015 年 1-5 月，我国中期票据共发行 400 只，募集资金 5091.20 亿元，与 2015 年同期相比，分别上升了 49.25% 和 29.54%。

资产支持证券方面，2016 年 1-5 月，共发行各类资产支持证券 707 只，募集资金 1832.16 亿元，分别较上年同期上升 149.82% 和 99.57%。其中，证监会主管的企业资产证券化产品增幅占比及增幅最大，共发行 596 只，募集资金 944.84 亿元，分别较上年同期上升 178.50% 和 186.65%。

表 1 2016 年 1-5 月我国主要信用债券发行规模情况

类别	2015 年 1-5 月	2016 年 1-5 月	同比	2015 年 1-5 月	2016 年 1-5 月	同比
	发行数量(只)	发行数量(只)		发行规模(亿元)	发行规模(亿元)	
非政策性金融债	533	437	-18.01%	21,224.17	22,255.80	4.86%
商业银行债	20	26	30.00%	652.00	1,911.00	193.10%
商业银行次级债券	16	27	68.75%	649.70	878.00	35.14%
保险公司债	4	2	-50.00%	55.00	135.00	145.45%
证券公司债	152	47	-69.08%	4,969.90	1,395.80	-71.91%

证券公司短期融资券	97	36	-62.89%	1,641.10	635.60	-61.27%
其它金融机构债	25	7	-72.00%	470.87	231.00	-50.94%
企业债	152	233	53.29%	1,655.62	2,898.10	75.05%
一般企业债	150	233	55.33%	1,640.40	2,898.10	76.67%
公司债	286	1,092	281.82%	588.63	11,777.47	1900.83%
一般公司债	33	383	1060.61%	350.45	5,934.63	1593.43%
私募债	253	709	180.24%	238.18	5,842.84	2353.12%
中期票据	268	400	49.25%	3,930.30	5,091.20	29.54%
一般中期票据	267	400	49.81%	3,927.90	5,091.20	29.62%
短期融资券	908	1,138	25.33%	12,582.50	15,655.10	24.42%
一般短期融资券	434	327	-24.65%	3,929.60	2,918.50	-25.73%
超短期融资债券	474	811	71.10%	8,652.90	12,736.60	47.19%
定向工具	404	343	-15.10%	3,344.40	2,692.20	-19.50%
资产支持证券	283	707	149.82%	918.04	1,832.16	99.57%
证监会主管 ABS	214	596	178.50%	329.61	944.84	186.65%
银监会主管 ABS	61	111	81.97%	556.43	887.32	59.47%
可转债	1	9	800.00%	60.00	189.41	215.68%
可交换债	5	9	80.00%	16.98	44.55	162.44%

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

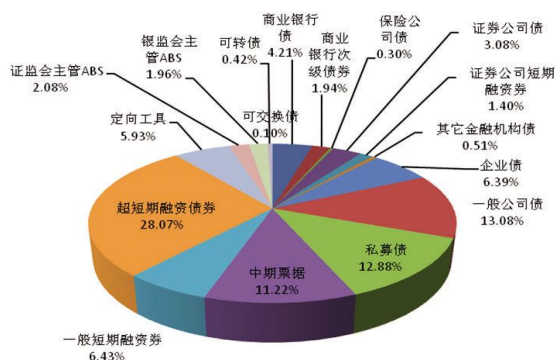


图1 2016年1-5月

我国信用债券发行规模占比情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

二、企业债券

2016年1-5月,企业债券共发行233只,募集资金2898.10亿元,比2015年同期分别上升53.29%和75.05%。

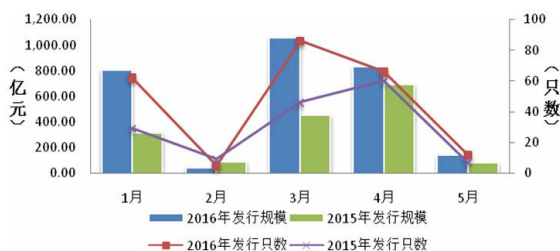


图2 2016年1-5月企业债券发行统计情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、中东部地区发行量大于西部地区

从区域分布来看,2016年1-5月,江苏省以356.80亿元、28只同时位居发行规模和发行数量的首位。湖南省以339.80亿元位居第二位;其次是浙江省225.10亿元、湖北省194.60亿元和重庆市178.00亿元。从企业债券发行区域分布来看,2016年1-5月中东部地区企业债券的发行量超西部地区。

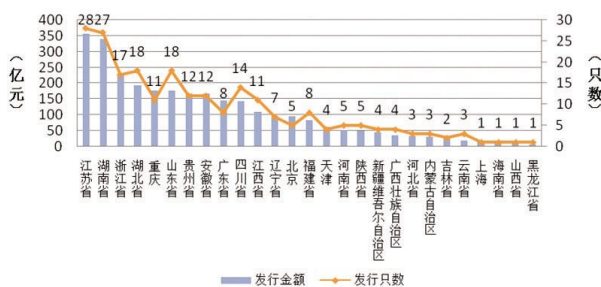


图3 2016年1-5月企业债券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、企业债券发行人以建筑类和房地产类企业为主

2016年1-5月,企业债券的发行人分布在建筑业、房地产业和综合业等10个行业。其中,建筑业企业是企业债券发行的主力军,房地产行业为第二大发行行业。

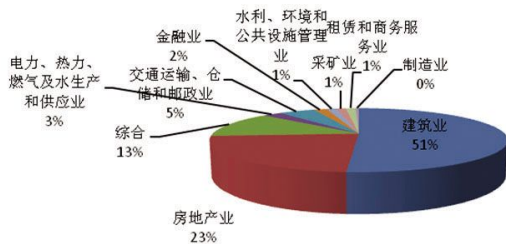


图4 2016年1-5月企业债券行业分布

注:按照企业债券发行数量统计

数据来源:wind资讯、远东资信整理

3、6-7年期为企业债券主力期限品种

从发行期限来看,2016年1-5月,6-7年期的企业债券的发行期数和规模占比分别达78.54%和77.72%。

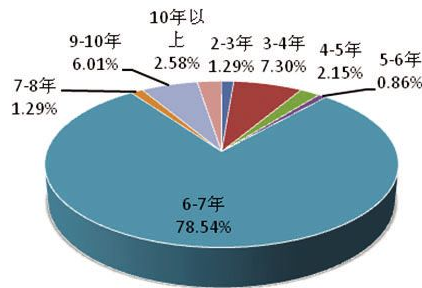


图5 2016年1-5月企业债券期限结构分布

注:按照企业债券发行数量统计

数据来源:wind资讯、远东资信整理

4、企业债券的债项级别均在AA级(含)以上

2016年1-5月,企业债券的债项级别均在AA级(含)以上,AA+级(含)以上占比52%。



图6 2016年1-5月企业债券债项等级分布

注:按照企业债券发行数量统计

数据来源:wind资讯、远东资信整理

5、企业债券发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016年1-5月7年期AA级、AA+级、AAA级企业债券平均发行利率分别为4.90%、4.86%、3.87%,与上年同期的平均发行利率相比分别下降了157BP、129BP、117BP。从信用利差上看,2016年1-5月7年期AA级、AA+级、AAA级企业债券平均利差分别为205BP、200BP、101BP,与上年同期的平均利差相比分别缩窄了101BP、72BP、53BP。

表2 2015年1-5月

7年期企业债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	5	4.28-5.57	5.04	0.49	90.27-206.44	154.62	45.25
AA+	31	5.48-7.17	6.15	0.45	206.18-380.90	272.28	46.04
AA	87	5.50-8.80	6.47	0.45	211.23-544.32	306.25	44.18

数据来源:Wind资讯、远东资信整理

表3 2016年1-5月

7年期企业债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	31	3.25-5.10	3.87	0.42	44.02-218.12	101.10	40.19
AA+	62	3.89-6.70	4.86	0.71	107.79-390.85	200.39	70.32
AA	90	3.80-7.00	4.90	0.64	92.35-415.52	205.15	62.80

数据来源:Wind资讯、远东资信整理

6、企业债评级市场份额

从企业债评级市场份额来看,2016年1-5月鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)市场份额26.92%,位居第一;其次为中诚信(包括中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司),市场份额为20.94%;再次为联合(包括联合信用评级有限公司和联合资信评估有限公司),市场份额为14.43%,三者合计市场份额达到62.39%。

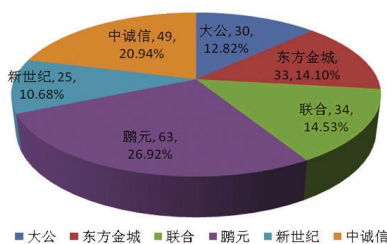


图7 企业债评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

三、公司债券

2016年1-5月,我国共发行1038只公司债券,募集资金11720.97亿元,发行数量和规模比2015年同期分别上升264.21%和1891.23%。

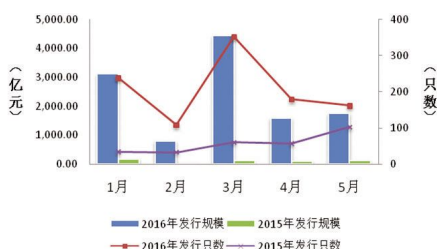


图8 2016年1-5月公司债券发行情况统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、北京市、广东省和东部地区公司债券发行量大,中部地区有所提升

从发行规模来看,2016年1-5月,北京市以2342.40亿元的发行规模位居榜首,广东省和江苏省分别以1809.90亿元和1084.40亿元的发行规模位居第二和第三。从2016年1-5月公司债券的区域分布来看,北京和东部地区仍是公司债券的发行主力,但是中部地区公司债券的发行量也有所提升,尤其是天津。

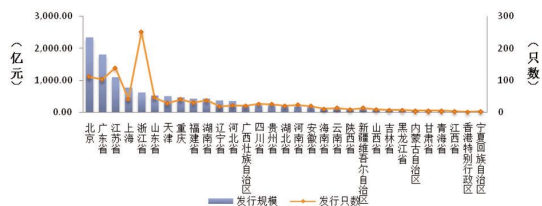


图9 2016年1-5月公司债券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、房地产类企业为公司债券主导发行行业

2016年1-5月,公司债券的发行人分布在房地产业、建筑业、制造业和综合业等16类行业。其中,房地产类企业占比27.51%,位居首位;其次是建筑类企业,占比为26.40%;制造类和综合类企业占比12.00%,并列第三。

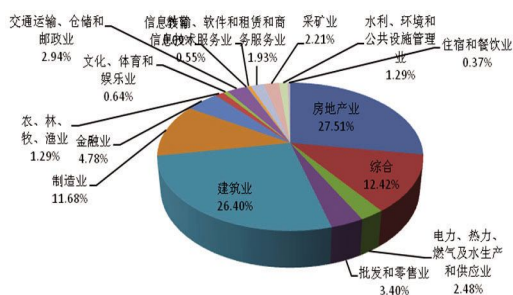


图10 2016年1-5月公司债券行业分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

3、2-3年期和4-5年期为主要期限品种
从发行期限来看,2016年1-5月,4-5年期公司债券共发行482只,占比44.26%;2-3年期共发行466只,占比42.15%,为公司债券发行的主导期限品种。

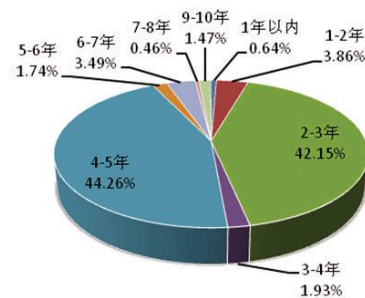


图11 2016年1-5月公司债券期限结构分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、发行的公司债券以AA级(含)以上为主

就债项级别而言,2016年1-5月,公司债券的债项级别以AA级(含)以上为主,只数合计占比达98.95%。

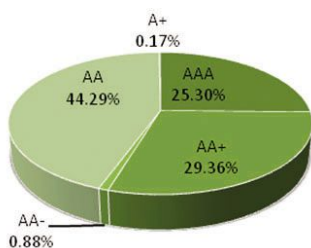


图 12 2016 年 1-5 月公司债券债项级别分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、公司债券发行利率和利差总体下行

就发行利率而言,2016 年 1-5 月 7 年期 AA 级、AA+级、AAA 级公司债券平均发行利率分别为 5.79%、4.49%、3.55%,与上年同期的平均发行利率相比,AA 级上升了 7BP,AA+级、AAA 级分别下降了 70BP、120BP。从信用利差上看,2016 年 1-5 月 7 年期 AA 级、AA+级、AAA 级公司债券平均利差分别为 317BP、186BP、91BP,与上年同期的平均利差相比,AA 级扩大了 82BP,AA+级、AAA 级分别缩窄了 8BP、45BP。

表 4 2015 年 1-5 月

7 年期公司债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	2	4.70-4.80	4.75	0.07	130.22-143.16	136.69	9.15
AA+	6	4.48-7.50	5.19	1.15	139.26-411.32	194.01	107.06
AA	12	4.50-7.50	5.64	0.92	140.39-410.22	235.92	88.97

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 5 2016 年 1-5 月

7 年期公司债各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	79	2.85-7.60	3.55	0.76	27.75-488.96	91.62	74.49
AA+	108	3.00-7.30	4.49	1.12	45.82-466.90	186.70	110.64
AA	144	3.23-8.00	5.79	1.14	61.77-540.70	317.27	114.08

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、公司债评级市场份额

从公司债评级市场份额来看,2016 年 1-5 月联合市场份额 31.97%,位居第一;其次为中诚信,市场份额 22.11%;再次为大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公国际”),市场份额 17.69%,三者合计占公司债评级市场份额的 71.77%。

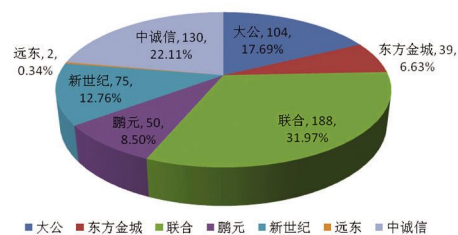


图 13 公司债评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

四、中期票据

2016 年 1-5 月,共发行中期票据 400 只,比 2015 年同期上升 49.25%;累计发行规模 5091.20 亿元,比 2015 年同期上升 29.54%。



图 14 2016 年 1-5 月中期票据发行情况统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、中期票据发行人区域分布广泛,北京和东部沿海地区发行量大

就发行地区而言,2016 年 1-5 月,中期票据的发行主导区域主要集中在北京和东部沿海地区。其中,北京以 1602.10 亿元的发行规模领先于其他省市,随后是广东省、江苏省和上海市,重庆的发行规模和数量位列西南地区第一;西北、华中和东北地区的发行数量和规模均较少。

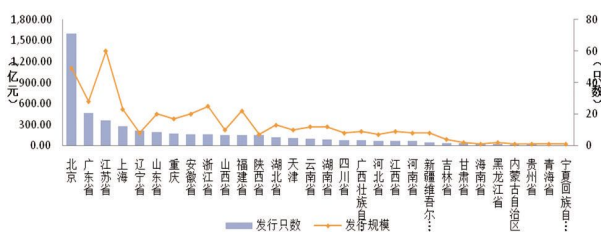


图 15 2016 年 1-5 月中期票据区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、建筑类企业是主导发行行业

就行业分布而言,2016 年 1-5 月累计发行的 400 只中期票据分布在建筑业、制造业、综合类和房地产业等 17 个行业。其中建筑类企业占比 20.75%; 制造类企业占比 18.25%; 综合类企业占比 15.00%; 房地产类企业占比 11.25%; 其余行业占比相对较少。从发行规模来看, 采矿类企业占比最大, 为 17.48%。

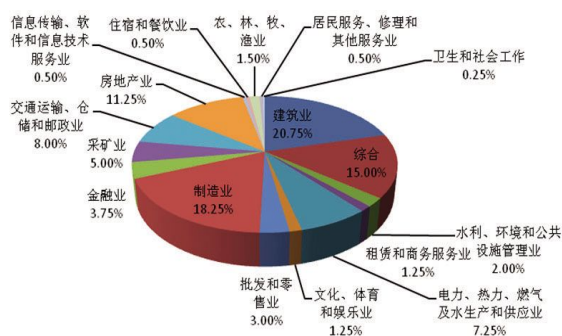


图 16 2016 年 1-5 月中期票据行业分布

注:按照中期票据发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

3、2-3 年期和 4-5 年期是中期票据的主力期限品种

就发行期限而言,2016 年 1-5 月发行的中期票据有 3 年期、5 年期和 7 年期等 6 个品种。其中 2-3 年期和 4-5 年期为主要品种,二者合计发行数量占比 92.50%,发行规模占比 92.61%。2-3 年期和 4-5 年期中期票据不论是发行数量还是发行规模都远高于其他期限的品种。

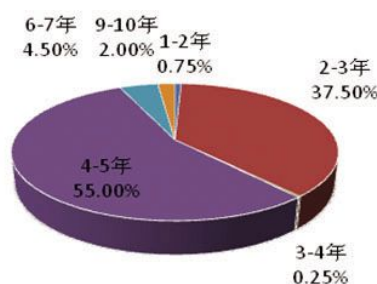


图 17 2016 年 1-5 月中期票据期限结构分布

注:按照中期票据发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、中期票据债项等级集中在 AA 级(含)以上

就债项级别而言,2016 年 1-5 月发行的中期票据仍以高信用级别为主。其中,AA 级(含)以上的债券共有 393 只,占比 98.25%; AA-级别的中期票据仅发行 7 只,占比 1.75%。

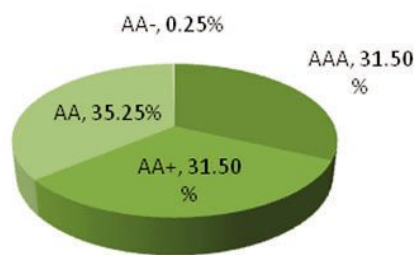


图 18 2016 年 1-5 月中期票据级别分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、中期票据发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016 年 1-5 月 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均发行利率分别为 4.46%、4.30%、3.96%, 与上年同期的平均发行利率相比分别下降了 173BP、124BP、123BP。从信用利差上看,2016 年 1-5 月 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均利差分别为 185BP、167BP、131BP,与上年同期的平均利差相比分别缩窄了 105BP、61BP、63BP。

表 6 2015 年 1-5 月
5 年期中期票据各等级发行利率和发行利差

债项 信用 等级	样 本 数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	57	4.24-7.00	5.19	0.74	110.45-367.12	194.24	70.69
AA+	39	4.59-6.98	5.54	0.58	149.39-371.84	228.10	55.95
AA	38	5.35-8.00	6.19	0.67	215.73-493.87	290.57	67.63

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

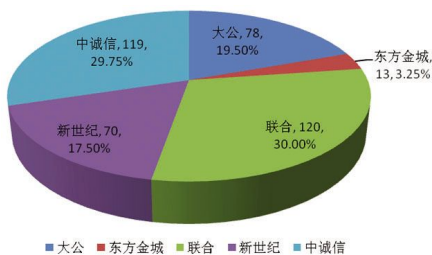
表 7 2016 年 1-5 月
5 年期中期票据各等级发行利率和发行利差

债项 信用 等级	样 本 数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	70	3.04-6.80	3.96	0.86	35.79-410.00	131.18	87.03
AA+	84	3.30-5.80	4.30	0.62	74.01-322.50	167.30	60.60
AA	65	3.60-6.00	4.46	0.58	105.92-351.00	185.26	56.77

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、中期票据评级市场份额

从中期票据评级市场份额来看,2016 年 1-5 月联合市场份额 30.00%, 位居第一;其次为中诚信,市场份额 29.75%,再次为大公,市场份额 19.50%,三者合计占中期票据评级市场份额的 79.25%。

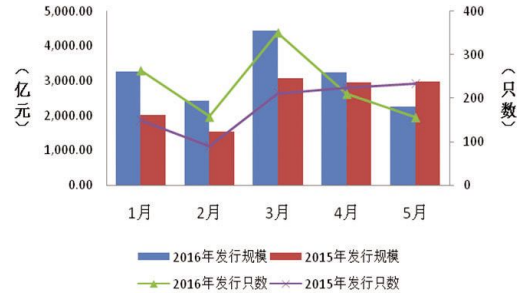

图 19 中期票据评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

五、短期融资券

2016 年 1-5 月,共发行短期融资券 1138 只,发行金额 15655.10 亿元,发行数量和发行规模分别同比上升 25.33% 和 24.42%。其中,超短融(SCP)共发行 811 只,

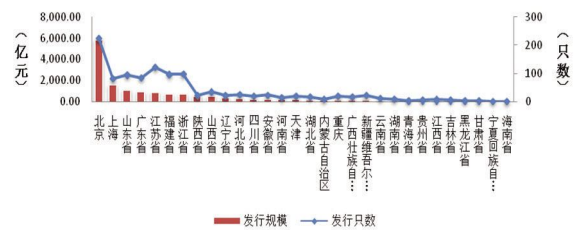
发行规模 12736.60 亿元。


图 20 2016 年 1-5 月短期融资券发行情况统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、北京短期融资券的发行规模最大,东部地区为主要发行地

就区域分布而言,2016 年 1-5 月,共有 30 个省(直辖市)发行了短期融资券。其中,北京地区发行 225 只,募集资金 5867.50 亿元,发行数量和发行规模都领先于其他省市;发行规模排在第二位的是上海市 1570.50 亿元,接着是山东省 1094.20 亿元和广东省 917.00 亿元。


图 21 2016 年 1-5 月短期融资券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、短期融资券的发行人行业分布广泛,制造类企业居多

就行业分布而言,按发行数量统计,2016 年 1-5 月发行的短期融资券分布在制造类、综合类、市政类、公共交通类等 17 个行业。其中,制造类企业占比最多,为 28.21%;综合类企业占比 13.53%、市政类企业占比 12.65%、公共交通类企业占比 11.86%、采矿类和批发零售类企业分别占比 8.88%、建筑类企业占比 7.38%;其余行业占

比较少。从发行规模看，制造类企业占比 25.28%，仍位列第一。

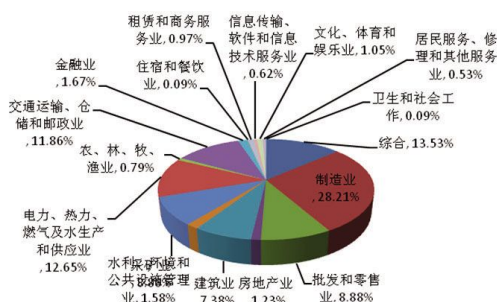


图 22 2016 年 1-5 月短期融资券行业分布

注：按照短期融资券发行数量统计
数据来源：wind 资讯、远东资信整理

3、270 天和 365 天短期融资券占比较高就发行期限而言，2016 年 1-5 月短期融资券以 270 天和 365 天期限为 主。其中，按发行期数来统计，270 天短期融资券占比排在首位，为 44.64%；365 天短期融资券排在第二位，为 27.68%。按发行规模来统计，270 天短期融资券占比仍然排在第一位，为 44.54%；365 天短期融资券的规模占比排在第二位，为 18.23%。综合 2016 年 1-5 月情况来看，270 天和 365 天短期融资券合计数量占比达 72.32%，合计规模占比达 62.77%。

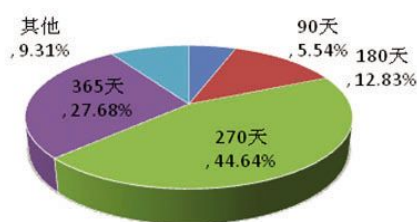


图 23 2016 年 1-5 月短期融资券期限结构分布

注：按照短期融资券发行数量统计
数据来源：wind 资讯、远东资信整理

4、短期融资券发行人信用等级普遍较高 2016 年 1-5 月短期融资券发行主体信用等级介于 AA-级至 AAA 级之间。其中，AAA 级发行 513 只，AA+级发行 308 只，AA 级发行 302 只，AA-级发行 15 只，AA 级(含)

以上合计占比 98.68%。

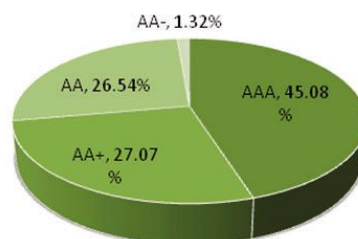


图 24 2016 年 1-5 月短期融资券级别分布

注：按照短期融资券发行数量统计
数据来源：wind 资讯、远东资信整理

5、短期融资券发行利率和利差均下行就发行利率而言，2016 年 1-5 月 1 年期主体 AA 级、AA+级、AAA 级短期融资券平均发行利率分别为 4.11%、3.32%、3.26%，与上年同期的平均发行利率相比分别下降了 128BP、142BP、131BP。从信用利差上看，2016 年 1-5 月 1 年期主体 AA 级、AA+级、AAA 级短期融资券平均利差分别为 187BP、107BP、103BP，与上年同期的平均利差相比分别缩窄了 59BP、82BP、57BP。

表 8 2015 年 1-5 月 1 年期短期融资券各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	69	3.16-5.49	4.57	0.52	72.80-239.76	160.15	37.62
AA+	108	3.58-7.00	4.74	0.57	114.80-385.02	189.45	43.07
AA	169	3.93-8.00	5.39	0.86	149.80-491.37	246.47	75.79

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 9 2016 年 1-5 月 1 年期短期融资券各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	60	2.48-6.00	3.26	0.75	19.70-368.89	103.20	74.88
AA+	91	2.70-7.39	3.32	0.70	40.93-521.08	107.46	69.35
AA	151	2.80-8.00	4.11	1.16	55.04-582.08	187.10	115.79

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

6、短期融资券评级市场份额

从短期融资券评级市场份额来看,2016年1-5月中诚信市场份额32.62%,位居第一;其次为联合,市场份额22.26%,再次为上海新世纪资信评估投资服务有限公司(以下简称“新世纪”),市场份额21.04%,三者合计占短期融资券评级市场份额的75.92%。

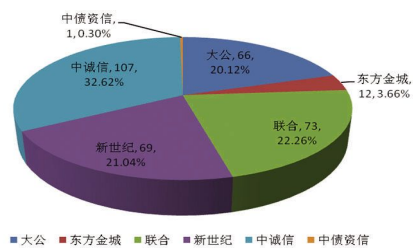


图 25 短期融资券评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

◆ 行业研究

2015-2016 年 1 季度我国医药制造行业整体运行情况

上海远东资信评估有限公司 朱杰、黄骏

我国医药市场规模不断增长，但受到公立医院改革、医保控费、临床合理用药的进一步推广以及集中招标采购带来的降价压力，医药制造业由高速增长进入中高速增长阶段。我国医药行业转型升级过程中，对仿制药生产标准及监管趋严，并以医疗卫生制度改革为基础，创新研发为发展重点，审评审批制度改革为保障，从研发、生产、消费、定价、监管和环保全方位促进行业升级。由于我国居民对于仿制药的负担性较高，故政府鼓励高端仿制药的研发，但生产标准提高、行业监管趋严加快淘汰落后产能，行业两级分化显现。

一、行业总量分析

我国医药制造业进入中高速发展阶段，化学药品市场份额占首位

“十二五”期间，我国医药制造业主营业务收入由 1.45 万亿元增至 2.55 万亿元，复合增长率为 11.95%，保持较高速增长。随着我国经济进入增速放缓、结构调整的新常态，医药行业亦受到一定影响，同时，药价下行使得行业整体增速于 2013 年达到高位后逐年放缓，2015 年为 9.48%，下降约 11 个百分点，2016 年 1 季度略回升至 10.28%，行业进入中高速发展阶段；利润总额由 1494.3 亿元增至 2015 年的 2627.30 亿元，盈利水平较为平稳，营业利润率基本维持 10% 左右。

从我国医药产业市场份额来看，化学药品为传统优势产业，尽管行业竞争激烈、低端产能过剩，但仍占据最大的市场份额；得益于国家鼓励发展民族医药政策，中药饮片加工和中成药市场份额位居第二；我国生物、生化制品制造起步相对较晚，产值占比相对较小，但近年得到较快发展，市场份额明显提升。从利润水平来看，化学药品制剂制造、中成药制造、生物和生化制品制造销售利润率高于行业平均水平。



图 1 2011-2016 年 1 季度

我国医药制造业主营业务收入及增长情况

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

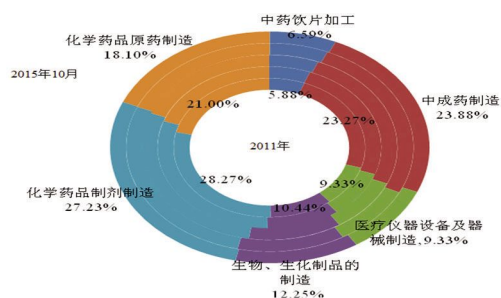


图 2 2011 年-2015 年 10 月部分细分行业占医药制造业主营业务收入占比

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

我国医药制造业行业集中度较低,产业升级转型中,政府鼓励药物创新,同时规范仿制药市场发展,医药行业两级分化明显

我国长江三角洲、珠江三角洲和环渤海区域内医药制造行业发展趋势良好,产业聚集效应较显著。从细分行业来看,化学药品原药产量前三位的地区分别为具有传统优势的山东、河北和河南,合计约占原药总产量50%,中成药产量位居前三甲的地区分别为资源较为丰富的四川、湖北和吉林,合计占中成药产量的40%左右,区域集中度较高。

与此同时,我国医药制造业行业集中度较低,2015年末,医药制造企业数逾7000家,当年前十大医药制造上市公司行业集中度不足6%,而1996年日本医药产业的CR8已达44%,1993年英国、德国医药产业的CR4分别为35%和28%。

在医药制造业升级转型的背景下,我国政府鼓励新药研发,同时,亦规范仿制药市场发展。2014-2021年全球专利药物集中到期为我国仿制药发展带来机遇,针对仿制药行业内研发、生产、监管领域存在的创新能力不足、低端产能重复建设、药品质量欠佳、审评审批效率低等顽疾,相关部委颁布了新版GMP认证、药物临床数据核查、仿制药质量和疗效一致性评价等措施和意见,为行业健康发展奠定良好的外部环境。我国医药产业正进入快速分化、调整、重组的新时期,企业两极分化、优胜劣汰的进程将加快。

我国药物创新受医保目录影响较大,创新能力不足,大型民营制药企业市场化程度较高,国有制药企业需承担产业升级重任

由于政府采购占到药品销售额的80%,医保目录对新产品研发和销售有很强的引导作用。新药研发具有高风险、高投入和投资

期长的特征,研发新药需要投入大量的研发费用,且药品评审时间较长,拿到新药生产证书后约5年左右才能进入医保目录,最终使创新药上市后的有效专利保护期很短,导致现行医保目录的束缚下,药企自主研发新药意愿较低。同时,我国仿制药质量和疗效与国际先进水平存在较大差距,制药企业技术水平难以达到部分已过期的原研药标准。

我国大型制药企业以民营企业和合资企业居多,国有企业参与市场竞争的程度不够,应以行业政策及监管为导向,引导大型制药企业发展方向,同时,加强中央资金对高新制药企业药物研发的支持,尤其鼓励国有企业创新能力,承担产业升级转型重任,保障居民用药。

二、行业需求分析

我国国内药品市场容量较大,医疗卫生需求集中于医院,尽管政府对医疗卫生重视度逐年上升,但人均卫生费用支出仍有较大提升空间

受益于人口增长、老龄化程度加快、居民健康意识提高及可支配收入增长,我国药品需求呈增长趋势。我国医疗卫生需求集中于医院,2016年1季度,我国医院数为2.72万家,城市与农村地域分布较为平均,85%左右基层医疗卫生机构分布在农村,但城市卫生费用占比超过70%以上。从医药需求增速来看,一线、二线城市老龄化人口增速约为2.6%,而年轻人口增长为6.8%左右,导致医药市场需求增长接近饱和;中小城市的老齡化人口增长较快,达到6.6%左右,年轻人口增长为4.7%左右,仍有一定增长空间。

我国人均卫生费用亦逐年增长,且增速较快,2015年约为3000元/人,但与美国

5.89 万元和日本 1.81 万元人均卫生费用支出来看¹,我国医疗水平仍有较大上升空间。从卫生费用支出看,政府预算卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出约各占 1/3。近十年来,政府预算卫生支出占卫生费用的比重由 17.93%增至约 30%,在一定程度上体现政府对医疗卫生重视度上升。

从治疗领域来看,全身性抗感染药、消化道和新陈代谢药、心血管系统药物、抗肿瘤和免疫调节剂、中枢神经系统治疗药物为我国前五大药品需求领域。未来,生物医药、高性能医疗器械和中医药为重点发展的子行业。

我国主要出口技术含量较低、高污染、高能耗的化学药物,量价增长缓慢,国际市场占有率低;高端药品进口需求快速增长,我国制药行业全球竞争优势弱

我国承接了全球制药产业链的低端,主要通过技术含量较低、高污染、高能耗的化学原料药生产和出口参与国际分工,优势药物品种包括有机酸类、氨基酸类、维生素类、抗生素类和解热镇痛类药物,附加值较高的制剂以及生物制药等竞争力很弱,仍以进口为主。

中国制药产业为全球医药产业链延伸的重要组成部分,尽管市场占有率较低,但国际注册认证能力、研发能力、国际市场营销能力、全球资源组合能力逐步提高,申报国外临床试验产品以传统中成药和生物类似药为主。

从下图可以看出,我国医药行业出口额逐年增长,但根据公开数据测算,出口交货值占全球药物销售额的比重很低,近 5 年约为 1.20%–1.30%,增长速度较慢,受全球经济周期影响较大;同时,进口医药品金额增加,且

药品质量及治疗领域显著改善,近四年出现了贸易逆差。2001–2008 年我国医药行业竞争优势系数相对平稳,处于 0.2–0.3 范围,但自 2010 年,行业贸易顺差占贸易额的比重不断下降,2016 年 1 季度行业竞争优势系数降至 -0.35,我国全球医药行业竞争力减弱。

我国居民对仿制药的负担性较高,农村居民对基本药物负担性相对较弱,需加大高端仿制药支持力度以及农村居民医疗保障体系投入



图 3 2000 年以来我国医药行业竞争优势系数

资料来源:Wind 资讯,远东资信

推进药品价格改革是深化医药卫生体制改革的重要组成部分。2015 年 6 月 1 日,《推进药品价格改革的意见》实施,药品实际交易价格主要由市场竞争形成。其中,医保基金支付的药品将强化医保控费作用;专利药品、独家生产药品通过谈判机制形成价格;医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具,通过招投标方式集中采购、分类采购,谈判形成价格;麻醉药品和第一类精神药品仍暂时由政府定价,实行最高出厂价格和最高零售价格管理;其他药品由生产经营者依据生产经营成本和市场供求自主制定价格。此外,还将加强医疗机构诊疗行为管理,控制不合理使用药品医疗器械以及过度检查和诊疗,强化医药费用控制。

¹ 美国人均卫生费用为 2014 年数据,日本人均卫生费用为 2013 年数据,均使用 12 月 31 日汇率换算得出。

而价格主管部门重点监测竞争不充分药品出厂(口岸)价格、实际购销价格,以及价格变动频繁、变动幅度较大、或者与国际价格、同类品种价格以及不同地区间价格存在较大差异的药品。

从药品价值链来看,进口关税、国内增值税和消费税、进口服务商服务费、以及两级配送制的配送物流成本,将占到药品价格的39%左右;而原研药研发成本、生产成本、市场准入成本大约占其价格的50%。2016年3月,国家卫计委选取了5个左右涉及癌症治疗及重大疾病治疗的药品,作为谈判试点,通过谈判,价格较贵的专利药药价降幅可达50%以上。

药品需求与居民人均可支配收入关系密切,2006年6月至2016年3月的医药制造业消费收入弹性系数基本大于1,说明药品需求对居民人均可支配收入较敏感。

由于常见疾病及患病率短期内大幅变化可能性较小,远东资信根据《我国基本药物可负担性评价实证研究》中选择的5种常见疾病与治疗药物为基础,以现有社会医疗条件及患者消费习惯调整部分药物,使用WHO/HAI标准调查法测算我国农村和城镇

居民对基本药物的可负担性。

从测算的结果来看,我国对于大多数仿制药的负担性较好,一般小于2天人均可支配收入,原研药价格较高,给居民带来沉重负担;分区域来看,城镇居民收入水平较高,对基本药物的可负担性高于农村居民。由此可见,我国需加大对仿制药的支持力度和对农村居民医疗保障投入;同时,致力于提高国内制药机构的研发能力,提供更多质优价廉的药物。

值得注意的是,在集中招投标制度实行后,药品采购方、招标方和药品供应方分离,而招标方根据医院要求采购药物,但对药物本身的可替代性没有识别能力,而医院倾向使用高价药,导致部分具有可替代性的高价原研药出现在集中采购名单,存在一定的暗箱操作空间。

2016年深化医改的重点是“医疗、医药、医保”三医联动,其中,两票制全面推广,减少药品流通环节,医药流通业进入“量增利减”阶段,从而降低药价。此外,全国70%左右地区开展分级诊疗试点,处方可外流,推动以药养医问题的解决。未来,在药品质量提升的同时,药品价格将呈下降趋势。

表1 我国城镇和农村居民对基本药物的可负担性

疾病	药物	类型	医院售价					一个疗程所需剂量(毫克)	一个疗程费用(元)	相当于城镇居民日均支配收入的天数	相当于农村居民日均支配收入的天数
			最低中标价	运输费用(两票制,每级6%)	增值税(税率17%)	合计	剂量(毫克)				
急性上呼吸道感染	阿莫西林	仿制	1.30	0.16	0.25	1.70	1500	7000	7.95	0.09	0.27
高血压	厄贝沙坦氢氯噻嗪	原研	33.42	4.01	6.36	43.79	1050: 87.5	4500: 375	187.69	2.20	6.36
	硝苯地平	原研	376.00	45.12	71.59	492.71	500	900	886.88	10.38	30.05
	马来酸氨氯地平	仿制	46.16	5.54	8.79	60.49	150	150	60.49	0.71	2.05
急性胃炎	盐酸雷尼替丁	仿制	5.90	0.71	1.12	7.73	4500	2100	3.61	0.04	0.12
类关节炎	双氯芬酸钠	仿制	24.60	2.95	4.68	32.24	1000	4500	145.06	1.70	4.92
糖尿病	盐酸二甲双胍片	仿制	15.45	1.85	2.94	20.25	12000	30000	50.61	0.59	1.72

注:WHO/HAI标准调查法规定,原则上急性疾病按7天用量,慢性疾病按30天用量计算每种疾病的疗程费用。

资料来源:Wind资讯,远东资信

三、投资与融资

医药制造业主要通过自筹资金和国内贷款满足固定资产投资需求,项目数量及建成投产率均呈上升趋势,化学原料药产能严重过剩的局面短期内难以改变

医药制造业为资本和技术密集型行业,新药研发投入较大,且制药设备和制药环境也因医药产品的高安全性要求导致前期投入较多,伴随着新药研发成功,新车间及设备的再投入规模亦较大,导致行业固定资产投资规模逐年上升。随着医药市场需求的增长,我国医药制造业固定资产投资完成额由2005年的696.05亿元快速增长至2015年的5811.88亿元。从投资增速来看,基本呈现倒V字形走势,2005年后行业投资增速快速增长,2011年新版GMP启用,药品制造门槛提高使得行业投资增速达到36.43%的顶点后呈现逐年下降的态势,2016年1季度降至12.09%的历史较低位。

我国仿制药行业发展较为成熟,子行业中化学药物原料药制造业固定资产投资额较大,且近年来产能持续扩张;生物、生化制品的制造业、医疗仪器设备及器械制造业起步较晚,但受政策利好,产能增长迅速;化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药制造业产能增长平稳。分区域来看,城镇固定资产投资占医药制造业的固定资产投资额的90%以上,项目数量及建成投产率均呈上升趋势,山东、江苏、河南和湖北投资额居前,2015年合计占行业固定资产投资额的36.62%,与区域行业产值较为匹配,项目投向以化学原料药及制剂为主,预计未来仍有较多产能达产,化学原料药产能过剩的局面短期内难以改变。

考虑到行业投资风险较大,一般商业银行贷款意愿不强,固定资产投资主要依赖企业自身盈利积累和股权融资。近年来,我国医药制造业资产负债率震荡下行,由2000年的60%左右下降至2015年的42%左右,降幅明显。

总体看来,医药制造行业整体债务水平尚属适中,随着2016年末新版GMP缓冲期结束,行业信用风险日趋集中,其中。化学原料药及制剂产能较大,细分行业竞争激烈,需关注未能满足新版GMP认证、《药品生产质量管理规范》、《药物临床试验数据核查工作程序(暂行)》、药品质量和疗效一致性评价等相关标准的中小制药企业的信用情况。

我国新药研发投入不足,企业分化较大,仿制药研发品种重复建设严重,新药注册漏洞成为已上市药物提高药价的方法

近年来,由于临床试验时间及人数增加,新药研发所需投入资金呈增长趋势。新药研发成功的比例约为1/500-1/10000,临床I-III期成功的比例分别约为13%、40%和80%,在申请新药上市时亦需获得药政管理部门的认可。由于研发周期长、评审审批时间长,导致行业投资回收期长,新药研发风险较大。

我国制药企业研发实力较弱,尽管近年来研发投入有所增长,但与国际知名药企相比,研发投入仍明显不足。2015年拜耳集团、强生研发支出分别为46.74亿美元和68.21亿美元,分别占营业收入的9.24%和21.70%,诺华制药的生物制药研发支出达到72.32亿美元,占营业收入的比例达到23.75%。同时,远东资信对51家国内上市医药制造企业进行统计,2015年平均研发投入为人民币1.48亿元,占营业收入的比重仅为

5.6%。但各药企研发投入差别亦较大,恒瑞医药、复星医药、康缘药业、沃森生物等上市药企研发投入较多,占营业收入的比例高于9%,创新能力较强,为细分行业龙头。

从药审中心数据来看,仿制药重复申报情况严重,2015年待审重复申报较严重的化学仿制药占比51%,包括埃索美拉唑钠、恩替卡韦、法舒地尔;待审重复申报较严重的化药验证性临床占比38.8%;可上市药物中仿制药和改剂型合计占62.96%。新药审批中,已上市药物改变剂型、改变给药途径、增加新适应症等成为变相提高药价的方式。

表 2 2015 年医药制造上市公司研发投入情况

	样本数	平均研发投入 (万元)	平均研发投入占营业收入比例 (%)	标准差
西药	22	24564.15	5.50	3.1
中药	14	7387.80	4.18	2.97
医药生物	15	7270.66	7.05	5.77
合计	51	14762.76	5.60	4.11

资料来源:Wind 资讯,远东资信

四、财务表现

我国医药制造业仍处于成长期,盈利能力较为稳定,资产负债率适中,偿债能力有一定保证,需关注行业资产质量以及资产与

负债的匹配性

近年来医药市场需求的增长带动了医药制造业的快速发展,行业产能超前投资,规模较大;医药制造业赊销经营模式较为普遍,招标采购与药店零售模式并行,与政府及医院相比,处于弱势地位,议价能力弱,亦在一定程度上导致流动资金被占用。

医药制造业仍处于成长期,产品结构提升使得行业盈利空间较为稳定,且新三板市场亦为较多大型医药公司股权融资提供了有利条件;另一方面,由于投资期长、风险大等原因,银行对制药企业借款较为谨慎,2016年1季度行业资产负债率为41.29%,财务结构较稳健。未来,降本增效亦将成为行业盈利的保障。

值得注意的是,医药制造行业通过行业间的兼并重组拓展产业链及产品线,而药品更新换代较快,专利及技术存在期限,首仿药等药品亦随着其他制药企业的进入利润空间大幅下降,制药行业资产质量或不及账面表现;且医药制造行业银行借款中短期借款占比较大,需关注资产与负债期限结构的匹配性。

煤炭行业 2016 年第一季度信用风险研究

上海远东资信评估有限公司 刘敏

2016 年 1 季度,我国宏观经济增速步入低速运行新常态以及环保政策趋严等外部压力使得煤炭行业下游需求增速继续放缓,行业景气度持续下滑;供给方面,国家的煤炭实行供给侧改革,去产能力度加大,但行业产能仍相对过剩,煤炭价格继续位于低位运行。

2016 年 1 季度,煤炭行业新发债券发行级别以 AAA 和 AA+ 为主,发行利差存在较大分化,并有走阔趋势,存续期债券存在级别下沉现象,煤炭行业信用风险仍在加大,煤炭行业实质性违约事件发生。

新常态下,煤炭行业供大于求的态势难以根本性转变,煤炭行业周期衰退,煤炭行业去产能压力,煤炭价格持续低位震荡等因素,使得煤炭企业经营和财务状况恶化,部分煤炭企业融资难度加大,或面临流动性危机,未来不排除有更多的煤炭企业爆发违约风险事件,违约事件频发或致使行业发行债券再融资压力增大,风险溢价上升。

一、行业运行态势表现

煤炭需求增长仍呈逐步放缓态势。煤炭行业为顺经济周期行业,其需求受宏观经济波动影响明显。2016 年 1-3 月,我国 GDP 为 157691.30 亿元,剔除价格影响,同比增长 6.70%,较 2015 年同期回落 0.30 个百分点。1-3 月我国固定资产投资同比增长 13.75%,与上年同比基本持平。

从行业来看,2016 年第一季度我国火电产量维持低位。2016 年 1-3 月,发电量合计 10492.91 亿千瓦时,同比下降 2.21%。主要是由于我国经济增速换档,产业结构优化,增长动力转化等导致全社会用电增长明显放缓,火力发电量保持低位徘徊,同时环保压力也会对火力发电产生负面影响。

2016 年 1-3 月份钢铁行业用煤总量略有下降。由于第一季度基础设施建设增速放缓,钢铁行业仍面临较大的产能过剩的压力,钢材需求增速放缓。受此影响,生铁、粗钢产量仅略有增长,焦炭产量甚至出现小幅下降。国家统计局数据显示,1-3 月,生铁和粗钢产量累计同比分别下降 4.10% 和 3.20%;焦炭产量累计为 10267.80 万吨,累计同比下降 8.90%,已连续 13 个月负增长,但下跌幅度较上月 10.40% 有所收窄。钢铁行业用煤主要为炼焦用煤、烧结用煤和高炉喷吹用煤。焦炭产量下降意味着焦煤需求有所减少,1-3 月生铁产量累计同比降低 4.10%,意味着烧结用煤和高炉喷吹用煤需求很难出现明显增长。

第一季度,建材行业水泥用煤需求有所下降。建材行业中水泥耗煤占比最大,水泥广泛应用于大型建筑工程,与固定资产投资密切相关。2016 年一季度由于房地产市场的回暖,当季水泥产量负增长转为正增长。2016 年 1-3 月,全国水泥产量累计产量 44373.10 万吨,累计同比增加 3.50%。

煤炭市场供应方面,原煤产量总体呈下降态势。由于煤炭需求增长较慢,2016年第一季度国内煤炭生产继续回落,2016年3月原煤产量29379.78万吨,同比下降4.54%,1-3月累计产量80726.00万吨。分重点省市看,2016年第一季度山西、内蒙和陕西三区原煤产量均呈下降态势。其中,1-3月,山西省原煤产量20030.52万吨,同比减少5.82%;内蒙古原煤产量20583.47万吨,同比下降8.79%;陕西省原煤产量8525.57万吨,同比下降12.58%。

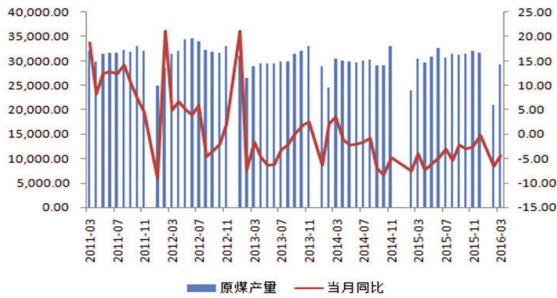


图1 2011年3月-2016年3月
原煤产量变化情况

资料来源:Wind 资讯

我国煤炭价格自2012年5月起进入下行通道,一直呈现承压下行之势,2016年,随着国家去产能政策的实施,第一季度煤炭价格出现不同程度企稳态势,降幅缩小,部分煤炭品种略有上涨,但由于整体经济疲软,煤炭需求未出现根本好转,产能相对过剩,预计未来价格将以震荡为主。

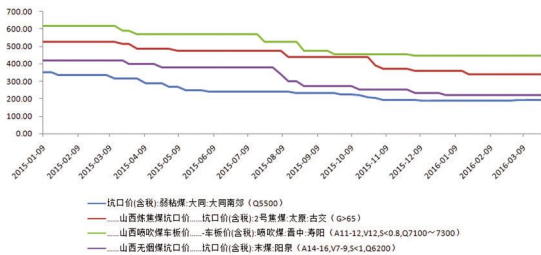


图2 2015年1月-2016年3月
煤炭价格变动情况

资料来源:Wind 资讯

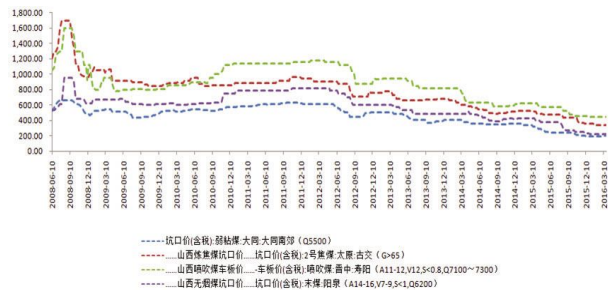


图3 2008年6月-2016年3月
煤炭价格变动情况

资料来源:Wind 资讯

二、行业最新政策

2016年2月5日,国务院公布《关于煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展的意见》,提出从2016年起,用3-5年的时间再退出产能5亿吨左右,减量重组5亿吨左右,较大幅度压缩煤炭产能,适量减少煤矿数量;3年内原则上停止审批煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目,确实需新建煤矿的,一律实行减量置换。

产能过剩已成为中国煤炭产业的新常态。目前我国的煤炭产业已全面陷入困境,“十三五”期间煤炭需求增速将持续放缓,产能过剩问题依然存在。考虑到我国煤炭产能呈现出先进和落后叠加的特点,化解过剩产能以落后产能为突破口。2016年煤炭行业是供给侧改革的重点行业,退出的产能也主要为僵尸企业、环保、能耗不达标产能以及兼并重组过程中的去产能。淘汰落后产能将会加速煤炭行业过剩产能出清,短期来看会加剧煤炭企业亏损,长期来看会对大型、优质煤炭企业产生积极影响。

三、行业发债情况

(一)行业发债情况

新发债券发行级别以AAA和AA+为

主,发行利差存在较大分化,并有走阔趋势,存续期债券存在级别下沉现象

2016年一季煤炭企业发债24家,新发行债券62支。从发行期限看,以短融和超短融为主,合计46支,占比达到74.19%,从主体级别的分布来看,以AAA和AA+为主,其中AAA为12家,占比达到50%,AA+为6家,占比达到25%。

从发行利差来看¹,不同级别甚至同级别的煤炭企业发行人发行利差存在分化,由于煤炭企业基本面持续恶化,投资者对煤炭信用债的信用补偿溢价较高,发行利差有走

阔趋势(详见表2)。

表1 2016年一季度债券发行利差

期限	主体级别	样本数	发行利差	
			区间	均值
1年期	AAA	6	1.11-3.29	3.26
	AA+	1	2.81	2.81
	AA	1	4.29	4.29
2年期	AAA	1	3.94	3.94
3年期	AAA	4	3.94-4.90	4.34
	AA+	1	4.72	4.72
	未评级	2	4.01-4.27	4.15
5年期	AAA	5	0.68-4.06	3.09
	AA+	1	2.86	2.86
7年期	AAA	1	0.94	0.94
	AA+	1	3.03	3.03

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

表2 2016年一季度债券发行明细

证券简称	发行人中文名称	主体级别	评级公司	发行利差	债券期限
16 豫能源 CP001	河南能源化工集团有限公司	AAA	中诚信国际	1.89	1.00
16 陕煤化 CP001	陕西煤业化工集团有限责任公司	AAA	联合资信	1.11	1.00
16 永煤 CP001	永城煤电控股集团有限公司	AAA	中诚信国际	3.29	1.00
16 同煤 CP001	大同煤矿集团有限责任公司	AAA	联合资信	1.97	1.00
16 阳煤 CP001	阳泉煤业(集团)有限责任公司	AAA	大公国际	2.57	1.00
16 晋煤 CP001	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	AAA	联合资信	2.12	1.00
16 阳煤 CP003	阳泉煤业(集团)有限责任公司	AAA	大公国际	2.31	1.00
16 阳煤 CP002	阳泉煤业(集团)有限责任公司	AAA	大公国际	1.76	1.00
16 兰花煤炭 CP001	山西兰花煤炭实业集团有限公司	AA+	中诚信国际	2.81	1.00
16 双欣 CP001	内蒙古双欣能源化工有限公司	AA	中诚信国际	4.29	1.00
16 淮南矿 PPN001	淮南矿业(集团)有限责任公司	AAA	联合资信	3.94	2.00
16 豫煤化 MTN001	河南能源化工集团有限公司	AAA	中诚信国际	4.90	3.00
16 冀中能源 MTN002	冀中能源集团有限责任公司	AAA	大公国际	4.49	3.00
16 潞安 PPN002	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	AAA	联合资信	4.03	3.00
16 潞安 PPN001	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	AAA	联合资信	3.94	3.00
16 淮北矿业 MTN001	淮北矿业股份有限公司	AA+	大公国际	4.72	3.00
16 赣能源 PPN001	江西省能源集团公司	--	--	4.02	3.00
16 大同煤矿 PPN001	大同煤矿集团有限责任公司	--	--	4.28	3.00
16 大同煤矿 MTN002	大同煤矿集团有限责任公司	AAA	联合资信	4.06	5.00
16 大同煤矿 MTN001	大同煤矿集团有限责任公司	AAA	联合资信	3.78	5.00
16 晋能 MTN001	晋能集团有限公司	AAA	联合资信	4.01	5.00
16 神华 MTN001	神华集团有限责任公司	AAA	中诚信国际	0.68	5.00
16 冀中 01	冀中能源股份有限公司	AA+	大公国际	2.86	5.00
16 神华 MTN002	神华集团有限责任公司	AAA	中诚信国际	0.94	7.00
14 昊华 02	北京昊华能源股份有限公司	AA+	大公国际	3.03	7.00

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

¹ 鉴于基准利率的期限限制,发行利率仅考虑发行期限大于等于1年的债券。

(二)行业信用风险事件

煤炭行业信用风险仍在加大,煤炭行业信用违约事件发生

2016年1-3月,共有2家煤炭行业发行人评级下调,分别为中国庆华能源集团有限公司(以下简称“庆华集团”)和青海金瑞矿业发展股份有限公司(以下简称“金瑞矿业”),均下调1个大级。鉴于庆华集团偿债资金存在较大缺口,面临一定的兑付风险,联合资信将庆华集团的主体信用评级由AA-降至A-,并列入可能继续调降信用级别的观察名单。鉴于金瑞矿业煤炭收入大幅下

降,存在亏损;拟进行资产重组,未来经营及盈利状况存在较大的不确定性;有息债务规模大,存在一定的偿付压力,鹏元资信将金瑞矿业主体信用等级由AA-降至A+。此外,由于煤炭行业处于下行周期,煤炭价格一直延续低迷态势,煤炭企业的流动性和偿债压力均较大,沈阳煤业(集团)有限责任公司、山煤国际能源集团股份有限公司、山西潞安矿业(集团)有限责任公司分别被中诚信国际信用评级有限责任公司、大公国际资信评估有限公司和联合资信评估有限公司列入可能降级观察名单。

表3 煤炭行业 2016.1-2016.3.30 发行人主体评级下调情况统计

债券代码	债券简称	发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	上次评级展望
1382024.IB	13 庆华集 MTN1	中国庆华能源集团有限公司	2016-01-14	A-	负面	2015-07-29	AA-	负面
122169.SH	12 金瑞债	海金瑞矿业发展股份有限公	2016-3-31	A+	稳定	2015-06-10	AA-	稳定

资料来源:Wind 资讯远东资信整理

2016年4月5日,中煤集团山西华昱能源有限公司(以下简称“中煤华昱”)发布了风险提示公告,受煤炭市场行情疲软影响,煤炭销售价格大幅下降,2015年前三季度,公司经营业绩出现亏损,造成公司资金链紧张,2015年度第一期短期融资券“15华昱CP001”兑付存在不确定性,首家煤炭企业违约。中煤华昱的业务板块主要分为:煤炭板块、电力板块、房地产板块和其他板块,其中煤炭板块是公司最核心业务,营业收入比重达90%。2014年开始,公司净利润出现亏损,主要原因一是煤炭售价持续下滑,二是公司债务负担较重,财务费用较高。同时,在行业景气度持续下滑时,公司仍进行大规模投资,进一步加剧了企业流动性紧张。目前经过多重渠道筹措,中煤华昱已于2016年4月13日足额偿付1515华昱CP001本息。

2016年6月15日,四川省煤炭产业集团有限公司(以下简称“川煤集团”)发布2015年第一期短期融资券(15川煤炭CP001)未按期足额兑付本息的公告,公告称受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌、新发行债券困难等多方面因素影响,公司资金链紧张,公司虽然通过多方渠道筹措资金,但截至2016年6月15日依然未来筹集足额支付资金。川煤集团成为首家爆发信用风险事件的地方煤炭国企。鉴于煤炭行业周期衰退,煤炭行业去产能压力,煤炭价格持续低位震荡等因素影响,未来不排除有更多的煤炭企业爆发违约风险事件。

四、行业信用风险趋势展望

新常态下,煤炭行业供大于求的态势难以根本性转变。经营和财务状况恶化使得部

分煤炭企业融资难度加大,或面临流动性危机。违约事件发生或致使行业发行债券再融资压力增大,风险溢价上升

在目前国内经济增速下降的态势下,煤炭行业下游需求增速放缓,现阶段,国内宏观经济发展以调整经济结构放在比较突出的地位,需求难以明显改善。在煤价高企时期持续的盲目投资使得行业产能大幅扩张,较长时期内供需失衡仍将存在,煤炭行业各环节库存高企,煤价呈震荡下跌状态,行业盈利能力持续下滑,产能过剩已成为中国煤炭产业的新常态,煤炭行业供大于求得态势难以根本性扭转。

经营和财务状况恶化使得部分煤炭企业融资难度加大,或面临流动性危机。煤炭行业发展景气度高峰期,部分煤炭企业激进扩张形成高杠杆,导致有息债务占比较高,甚至达到 90%以上,资产负债率高企于 80%

以上,资产、债务期限错配,财务结构稳健性不足;固定资产、在建工程等非流动资产占比较高,流动资产对流动负债保障程度低,且快速变现能力差,整体资产流动性不足,对负债支撑程度有限,存在现金流断裂形成的违约风险。特别是对于经营性现金流连利息成本都无法覆盖,仅能依靠借新还旧度日的企业而言,一旦外部融资条件收紧,将不可避免地陷入流动性危机导致的债务违约和破产危机中。

违约事件发生或致使行业发行债券再融资压力增大,风险溢价上升。在经济下行和行业去产能压力下,煤炭企业的业绩难以根本性改善,风险进一步累积,随着违约事件不断发生,评级公司对煤炭企业信用品质的评价愈发趋于谨慎,市场对煤炭行业风险的认知也更加充分,或使煤炭行业发行债券再融资压力增大,风险溢价更高。

2016 年上半年我国钢铁行业运行情况简述

上海远东资信评估有限公司 童明媚

一、行业运行态势表现

供需格局的变化决定钢铁价格走势，2016 年上半年，伴随着地产投资、汽车产量低位恢复，基建投资高位维稳，以及供需关系短期错配，我国钢材市场经历了一轮暴涨行情。随后，在钢厂大幅复产、供求关系逆转的背景下，钢价出现大幅下跌

钢铁下游行业中，建筑、机械、汽车三大行业是用钢需求最多的行业，尤其是建筑业，需求占比通常在 50% 以上。2016 年以来钢铁主要下游行业中房地产、基建和制造业等领域阶段性景气回升，其中地产投资增速自 2015 年末触底后快速回升，期间最高增速达 9.70%，接近 2015 年前 2 月相对高位水平；基建投资作为政府对冲经济下滑的稳增长措施，投资增速整体保持高位稳中向上；而与地产密切关联的机械和汽车等制造业也有所回暖。



图 1 2011-2016 年上半年房地产开发投资完成额 (单位: 亿元, %)

资料来源: Wind 资讯

伴随着需求端地产投资、汽车产量低位恢复，基建投资高位维稳，2016 年上半年，我国钢材市场呈现“暴涨-暴跌-震荡”的走势。年初，受前期悲观情绪影响，钢厂停产明显，市场普遍库存较低，而随着现货需求旺季的来临，供需关系短期错配，期、现货价格暴涨，钢价结束了自 2011 年以来长达五年的单边下跌走势，并在 2016 年 4 月下旬达到阶段性高点。随后，在钢厂大幅复产、供求关系逆转的背景下，钢价出现大幅下跌。5 月下旬以来，钢价呈现出区间震荡的态势。但从图 3 情况来看，随着钢价反弹创出新高，2016 年上半年钢价均值同比跌幅由 2015 年下半年的 32.07% 大幅缩窄至 5.53%。

表 1 钢铁主要下游行业同比增幅情况一览

年份	地产新开工面积	基建固定资产投资	挖掘机销量	推土机销量	汽车产量	造船完工	洗衣机产量	电冰箱产量	空调产量
2010	48.70%	18.47%	75.57%	28.36%	33.71%	58.35%	40.30%	28.40%	29.40%
2011	20.50%	6.48%	6.92%	-34.38%	2.00%	8.68%	26.60%	19.20%	13.00%
2012	-7.20%	13.70%	-35.19%	-46.12%	-4.50%	-15.47%	3.20%	-3.10%	1.60%
2013	11.50%	21.21%	-2.75%	-28.24%	14.34%	-25.43%	11.32%	11.29%	8.50%
2014	-9.00%	20.29%	-19.48%	-33.08%	7.21%	-18.19%	13.77%	0.80%	-4.51%
2015	-6.73%	17.29%	-37.74%	-66.07%	3.25%	7.14%	0.00%	-1.90%	0.70%
2015年1-5月	-16.00%	18.66%	-42.52%	-79.02%	3.18%	18.89%	2.42%	-0.70%	4.53%
2016年1-5月	10.64%	19.75%	4.55%	45.54%	5.75%	-17.12%	-6.50%	-4.10%	6.30%

资料来源: Wind 资讯



图 2 钢材价格指数走势

资料来源: Wind 资讯



图3 钢价综合指数同比变化情况

资料来源:Wind 资讯

从产量情况看,2015年下半年钢铁行业大幅亏损倒逼部分钢厂停产,这是造成供需关系短期错配的重要原因之一。2016年以来,钢价上涨虽推动钢厂逐步复产,但重资产属性限制钢企复产进度,使得2016年前5个月粗钢产量同比下降1.40%,为3.30亿吨。

另据中钢协统计数据显示:2016年1-5月99家大中型钢铁企业实现销售收入10533.51亿元,同比下降13.6%,实现利润总额87.36亿元(由于前期基数较低,利润总额同比增长737.56%)。此轮钢价大幅上涨行情下,钢厂的盈利并未如预期般得到改善,主要是由于年初涨价之时,在历经2015年下半年的下跌行情后,钢厂产量并未完全释放,1-5月粗钢产量同比下降1.40%,制约了钢厂盈利改善。而当部分停减产钢厂准备复产之时,行情已近尾声,其复产在成本高点,亦不利于其盈利恢复。

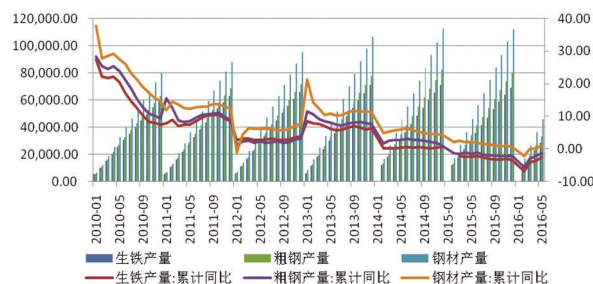


图4 2010-2016年5月我国钢铁行业产量情况(单位:万吨,%)

资料来源:Wind 资讯

二、行业最新政策

钢铁产能过剩是全球性问题,按照世界钢协数据,2015年全球粗钢产能利用率为69.7%。2014年末中国粗钢产能约为11.3亿吨,按照2015年产量测算产能利用率71.2%,和全球情况基本相当。“十二五”期间,我国已淘汰落后钢铁产能9000多万吨,钢铁产业固定资产投资连续两年下降,2015年黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资同比下降11%,市场竞争和环保压力已促使一批钢铁产能退出。2016年2月,中国政府发布了《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》,计划在未来五年再压减1-1.5亿吨钢铁产能,并提出了一系列具体措施。2016年上半年,从中央到地方政府出台了钢铁产业相关的各种政策措施,体现了政府在钢铁治理方面的决心,也为保障中国钢铁产业持续健康发展积累了经验。

表2 2016年上半年我国钢铁行业相关政策一览

政策名称	发布日期	实施日期	发布单位	政策要点
国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	2016年2月1日		国务院	经李克强总理签批,国务院日前印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》,提出了今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务、政策措施,并就加强组织领导、推进组织实施作出了具体部署。
国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	2016年3月30日	本文件有效期5年	国土资源部	继续严把钢铁、煤炭等新增产能项目建设用地供应闸门,对新建项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目,一律不予受理用地预审。对未按规定核准、备案的产能严重过剩行业新增产能项目,不得安排建设用地计划,不得通过农用地转用、土地征收审查和办理供地手续。

政策名称	发布日期	实施日期	发布单位	政策要点
人社部等七部门印发关于钢铁煤炭行业脱困发展做好职工安置工作的意见	2016年4月7日	暂定 2016年至 2020年	人力资源社会保障部、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、民政部、国务院国资委、全国总工会	近日，人社部、国家发改委等7部门印发了《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》，要求各地做好化解过剩产能、实现脱困发展中的职工安置工作，维护好职工和企业双方的合法权益，促进失业人员平稳转岗就业。
环保部：关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见	2016年4月14日		环境保护部	各级环保部门要全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神，深入贯彻落实习近平总书记系列重要讲话精神，按照“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，牢固树立创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，加大生态文明建设和环境保护力度，打好大气、水、土壤污染防治三大战役，积极促进经济结构转型升级，提高经济发展质量和效益，为人民群众提供更多优质生态产品，推动形成人与自然和谐发展的现代化建设新格局。
国家安监局关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	2016年4月15日		国家安全监管总局 国家煤矿安监局	为认真贯彻落实《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》精神，按照党中央、国务院决策部署，就支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展相关工作，提出该意见。
质检总局关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见	2016年4月16日		质检总局	根据《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，质检部门为充分发挥生产许可政策约束作用、标准技术支撑作用和执法检查威慑作用，积极服务化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展，提出该意见。
一行三会印发《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》	2016年4月17日		中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、	为贯彻落实国务院关于做好钢铁、煤炭行业化解过剩产能和脱困升级工作的决策部署，充分发挥金融引导作用，支持钢铁、煤炭等行业去产能、去杠杆、降成本、补短板，促进钢铁、煤炭行业加快转型发展、实现脱困升级，人民银行、银监会、证监会、保监会联合印发了《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》。
河北省人民政府办公厅关于做好化解钢铁煤炭等行业过剩产能职工安置工作的实施意见	2016年4月25日	2016年至 2020年	河北省人民政府办公厅	为认真贯彻落实河北省委、省政府推动供给侧结构性改革、化解过剩产能工作的决策部署，落实就业创业扶持政策，扎实稳妥做好化解钢铁、煤炭等行业过剩产能职工安置工作，根据《人力资源社会保障部国家发展改革委等七部门关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》精神，经河北省政府同意，提出该实施意见。
工信部等四部委关于印发钢铁煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案的通知	2016年5月4日	2016年5月至 2016年12月	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、国家能源局、国家煤矿安全监察局	为贯彻落实《政府工作报告》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》部署，将钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议审议通过的《钢铁行业淘汰落后生产设备专项行动实施方案》、《煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案》予以发布实施。
关于开展钢铁、煤炭行业排污费征收专项稽查工作的通知	2016年5月19日		环境保护部办公厅	为贯彻2016年《政府工作报告》中关于运用经济、法律、技术、环保、质量、安全等手段，严格控制新增产能，坚决淘汰落后产能的有关精神，落实《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《关于印发2016年环监局重点工作事项及任务分工的通知》的要求，根据《排污费征收工作稽查办法》的规定，环境保护部决定组织开展钢铁、煤炭行业排污费征收专项稽查工作，促进钢铁、煤炭行业环境污染防治的规范化管理。
辽宁省印发钢铁行业淘汰落后生产设备专项行动实施方案	2016年5月19日	2016年5月至 2016年12月	辽宁省经济和信息化委员会、辽宁省发展和改革委员会	按照《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》等有关规定，立即关停并拆除400立方米及以下炼铁高炉（符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉除外）、30吨及以下炼钢转炉（铁合金转炉除外）、30吨及以下炼钢电炉（特钢电炉除外）等落后生产设备。
河南省印发钢铁行业淘汰落后产能专项行动实施方案	2016年5月23日	2016年5月至 2016年12月	河南省经济和信息化委员会、河南省发展和改革委员会	按照《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》等有关规定，立即关停并拆除400立方米以下炼铁高炉（符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉除外）、30吨及以下炼钢转炉（铁合金转炉除外）、30吨及以下炼钢铁炉（特钢电炉除外）等落后生产设备（不包括地条钢、中频钢、铸造用炼钢）。

政策名称	发布日期	实施日期	发布单位	政策要点
安监总局等《关于推动钢铁煤炭行业化解过剩产能开展安全生产执法专项行动的通知》	2016年5月24日	2016年5月至2016年11月	国家安全监管总局办公厅、国家煤矿安监局办公室	认真贯彻习近平总书记、李克强总理等中央领导同志重要批示指示精神，深入贯彻落实党中央、国务院关于供给侧改革和钢铁煤炭行业化解过剩产能的一系列决策部署，坚守“发展决不能以牺牲人的生命为代价”这条红线，严格安全生产准入，严格监管监察执法，倒逼钢铁煤炭行业过剩产能依法加快退出，推进优化产业结构，提高安全生产保障能力，促进钢铁煤炭行业安全生产形势进一步好转。
工信部、发改委关于开展钢铁行业能耗专项检查的通知	2016年6月1日	2016年6月至2016年7月	工业和信息化部办公厅、国家发展和改革委员会办公厅	为贯彻落实《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》精神，按照钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议办公室制定的《钢铁煤炭行业联合执法专项行动实施方案》的工作要求，决定开展钢铁行业能耗专项检查。
财政部：关于加强工业企业结构调整专项奖补资金使用管理的通知	2016年6月7日	自发布之日起实施	财政部	按照国务院决策部署，中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，用于支持地方化解钢铁、煤炭行业过剩产能过程中的职工分流安置。近期，国务院领导对这项资金使用管理作出了明确批示，要求必须用到政策既定的范围，完善机制设计，防止虚报冒领。
关于印发辽宁省推动钢铁行业化解过剩产能开展安全生产执法专项行动方案的通知	2016年6月7日	2016年6月至2016年11月	辽宁省安全生产监督管理局	对钢铁企业存在安全生产标准化未达到三级及以上等级、吊运钢水铁水与液态渣（以下统称高温熔融金属）的起重机不符合冶金起重机相关要求、炼钢厂吊运高温熔融金属的铸造起重机未使用固定式龙门钩、人员聚集场所（包括会议室、活动室、休息室、更衣室等）设置在高温熔融金属吊运影响区域内、煤气柜与周边建筑物的防火间距不符合《建筑设计防火规范》（GB50016）及《钢铁冶金企业设计防火规范》（GB50414）标准要求等问题之一的，要立即下达停产整改指令，在6个月内未整改或整改后仍不合格的，由各地县级以上安全监管管理部门提请本级人民政府依法依规按程序予以关停退出。
河北省发布实施六类标准促进钢铁行业去产能调结构	2016年6月8日		河北省人民政府	6月8日上午，河北省人民政府召开新闻发布会，就通过实施环保、能耗、水耗、质量、技术、安全等六类严于国家的地方标准，倒逼钢铁过剩产能退出、促进钢铁行业提质增效等有关情况进行公开发布。“十二五”期间，河北全省关停拆除高炉87座、转炉及电炉94座，压减炼铁产能3391万吨、炼钢4106万吨，有冶炼能力的生产企业（厂点）由148家减至109家。
安徽省出台关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能中做好职工安置工作的实施意见	2016年6月10日	2016-2020年	安徽省人民政府	为全面贯彻落实习近平总书记视察安徽重要讲话精神，根据中央关于推进供给侧结构性改革的部署，以及安徽省委、省政府《关于印发〈安徽省扎实推进供给侧结构性改革实施方案〉的通知》和人社部等七部门《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》要求，安徽省在化解钢铁、煤炭行业过剩产能中做好职工安置工作提出该实施意见。
浙江省印发浙江省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案	2016年6月12日		浙江省人民政府办公厅	到2020年底，浙江全省压减钢铁产能300万吨以上，产能利用率提高到85%以上，钢铁企业数减少到20家左右；完成杭钢集团半山钢铁基地搬迁和转型升级，推进宁波、温州、丽水等地钢铁产业结构调整和提升，引导向沿海、沿港布局；推动宁波、温州、湖州、嘉兴、衢州、丽水等地建设若干个技术先进、特色鲜明、错位竞争的钢铁产业基地。

资料来源：公开资料

钢铁行业作为国家供给侧改革的重要着力点，未来伴随着过剩产能的去化，供需格局将逐渐改善。但需注意，供给侧改革是结构性调整，国家对于钢铁行业过剩产能的化解仍是区别对待的，行业内企业的分化将继续加大。另从政策内容看，去产能目标低于预期且强调“守住系统性风险”，故钢铁行

业系统性风险将降低。尽管政策利好行业中长期走势，但短期内，考虑相关利益主体的博弈、配套政策落地情况的不确定性，行业去产能进程或将缓慢推进。

三、行业发债情况

（一）行业发债情况

从下表情况来看,2013-2015年间钢铁企业债券发行数量及规模呈稳步增长态势,2016年上半年债券发行规模仍高达1084.20亿元。但从发行期限结构情况来看,由于钢

铁行业景气度下行,亏损面加大,盈利及现金流状况不佳,流动性压力较大,投资人更倾向于1年以内的超短融。2016年上半年,超短融发行数量占比达59.18%。

表3 钢铁行业发债企业发行情况及期限分布情况一览

期限	发行情况				发行期限分布					
	只数(只)	占比	金额(亿元)	占比	1年以内	1年	2年	3年	5年	6-7年
2013年	60	1.86	1190.40	2.73	5	32	--	15	7	1
2014年	82	1.27	1508.02	2.01	12	41	7	15	5	2
2015年	130	0.86	2434.10	1.69	47	38	4	30	11	0
2015年1-6月	54	0.98	966.00	1.72	19	19	1	10	5	0
2016年1-6月	49	0.40	1084.20	0.96	29	9	--	10	1	0

资料来源:Wind资讯,远东资信整理(占比情况系占全年债券市场总体发行量的比重)

2016年上半年债券发行规模较上年同期有所增加,但由于发行主体主要集中在宝钢、鞍钢、首钢、沙钢等资质相对较好的大型钢铁企业,发行家数锐减,集中度有所提升,而级别分布上AAA级企业占比则高达50%。

评级	剩余只数(只)	只数比重(%)	1年以下	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年
AAA	88	38.77	50	29	8	0	1
AA+	68	29.96	34	22	12	0	0
AA	57	25.11	17	29	10	1	0
AA-	3	1.32	0	1	1	1	0
--	11	4.85	5	6	0	0	0
合计	227	100.00	106	87	31	2	1

表4 钢铁行业发债企业主体级别分布情况一览

期限	发行家数	AAA	AA+	AA	AA-	未定级
2015年	36	10	12	10	1	3
2015年1-6月	24	7	7	5	1	4
2016年1-6月	18	9	5	1	--	3

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

截至2016年6月末,钢铁行业已发行债券存量余额为4262.16亿元,共计227只债券,其中74只债券将于2016年底到期,债券到期规模总计1623.90亿元。

表5 截至2016年6月30日止钢铁行业存量债券情况一览

评级	债券余额(亿元)	金额比重(%)	1年以下	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年
AAA	2602.81	61.04	1461.00	776.81	315.00	0.00	50.00
AA+	1164.28	27.30	626.40	387.88	150.00	0.00	0.00
AA	436.32	10.23	101.00	250.02	74.30	11.00	0.00
AA-	20.50	0.48	0.00	4.00	10.00	6.50	0.00
--	40.25	0.94	20.95	19.30	0.00	0.00	0.00
合计	4264.16	100.00	2209.35	1438.01	549.30	17.50	50.00

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

从存续期内的57家钢铁发债主体的信用级别情况看,除5家首次评级企业、41家企业维持上年级别外,仅凌源钢铁股份有限公司一家上调信用等级至AA级,其余如包钢、酒钢、西宁特钢等10家钢铁企业均被下调信用等级。

表6 部分钢铁发债企业评级变动情况

企业名称	前次评级	评级调整	最新长期评级		
			级别	评级日	评级展望
凌源钢铁股份有限公司	AA-	调高	AA	2016-5-11	稳定
内蒙古包钢钢联股份有限公司	AAA	调低	AA+	2016-6-16	稳定
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	AA+	调低	AA	2016-6-16	稳定
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	AA+	调低	AA	2016-5-6	
西宁特殊钢股份有限公司	AA	调低	AA-	2016-6-28	负面
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	AA	调低	AA-	2016-6-24	稳定
西宁特殊钢集团有限责任公司	AA	调低	AA-	2016-6-16	负面
宝钢集团广东韶关钢铁有限公司	AA	调低	AA-	2016-4-29	
新疆金特钢铁股份有限公司	AA	调低	A+	2015-11-17	负面
中国中钢股份有限公司	BB	调低	CC	2015-10-20	
东北特殊钢集团有限责任公司	AA	调低	C	2016-3-28	

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

(二)行业信用风险揭示

“10 中钢债”是中国钢铁企业的首例违约债券。中钢股份是一家钢铁生产企业的原料供应商和产品代理商，主要经营铁矿石、镍矿、萤石、钢材、钢坯等贸易以及提供对应的国际货运服务。近年来，钢铁行业持续低迷，受行业影响，中钢集团的经营能力也持续恶化。自 2010 年以来，中钢股份在财务方面逐渐表现出主营业务亏损、财务杠杆过高、债务结构恶化、流动性指标下降等特点。

“10 中钢债”发行时主体和债项信用评级分别为 AA(稳定)/AA+。2011~2013 年中钢集团的资产负债率分别为 96.22%、98.10%、93.87%，总负债维持在千亿元水平，而营业总收入则由 1797 亿元减至 1404 亿元，三年减少营收近 400 亿元。2013 年中诚信将其信用等级下调至 AA-(负面)/AA-，

2014 年小幅上调至 AA-(稳定)/AA-。预计债券将发生违约，中诚信国际于 2015 年 7 月初将中钢股份及“10 中钢债”的信用等级由 AA-下调为 BB 级。

2016 年 3 月，东北特钢因未能筹集足额偿付资金，致使“15 东特钢 CP001”不能按期足额偿付，构成实质性违约。其后，因东北特钢始终未能筹集足额偿付资金，加之计划的融资部署全部落空，致使现金流极度紧张，其发行的“15 东特钢 SCP001”、“13 东特钢 MTN2”、“15 东特钢 CP002”、“14 东特钢 PPN001”接连发生违约。基于东北特殊钢集团有限责任公司违约事实，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 级下调为 C 级，并将“13 东特钢 MTN2”债项信用等级由 AA 级下调为 C 级，将“15 东特钢 CP001”、“15 东特钢 CP002”的债项信用等级由 A-1 级下调为 D 级。

表 7 钢铁发债企业违约事件

名称	发生日期	债券余额	票面利率	事件摘要
10 中钢债	2015-10-19	20.00	5.30	考虑到正在研究的新增抵质押担保方案可能会影响投资人回售意愿以及利息支付事宜，公司将延期支付本期利息。
15 东特钢 CP001	2016-3-28	8.00	6.50	受钢铁行业整体不景气影响，公司销售压力较大。公司虽采取加大回款力度、降低库存，并通过多方渠道筹集资金，但仍面临较大流动性压力，且公司董事长杨华先生于 3 月 24 日意外死亡，对企业生产经营和资金周转带来不确定性负面影响。截至 2016 年 3 月 28 日，公司未能筹集足额偿付资金，“15 东特钢 CP001”不能按期足额偿付，构成实质性违约。其后，因公司始终未能筹集足额偿付资金，加之公司计划的融资部署全部落空，致使现金流极度紧张，公司发行的“15 东特钢 SCP001”、“13 东特钢 MTN2”、“15 东特钢 CP002”、“14 东特钢 PPN001”接连发生违约。
15 东特钢 SCP001	2016-4-5	10.00	6.00	
13 东特钢 MTN2	2016-4-12	8.00	5.63	
15 东特钢 CP002	2016-5-5	7.00	5.88	
14 东特钢 PPN001	2016-6-6	3.00	8.20	

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

西宁特殊钢股份有限公司是中国西部地区最大的资源型特殊钢生产基地，和中国四大特钢企业集团之一，产品广泛应用于汽车、铁路、船舶、石油化工、矿山机械、兵器装备及航空航天等行业，以特殊钢的冶炼和金属压延加工为主营业务，主要产品除钢材外，还包括铁精粉和焦炭等。近年来，受钢铁行业产能过剩、需求萎靡、钢价大幅下跌的影响，公司的生产经营状况也面临严峻的挑战。联合资

信已于 2016 年 6 月将其主体长期信用等级由 AA 级下调至 AA-级，并将其评级展望调成“负面”，相应的信用风险须关注。

四、行业信用风险趋势展望

钢铁行业将面临结构调整、转型升级等发展机遇，又面临需求增速趋缓、环境压力增大等严峻挑战，产品同质化竞争加剧，行业总体上预计将呈现低增速、低盈利的弱运

行态势

根据 IMF 数据,2016-2017 年全球经济将持续缓慢复苏态势,2016 年、2017 年经济增速分别为 3.4%和 3.6%,分别同比增长 0.3 和 0.2 个百分点。2015 年以来,尽管美国和欧元区经济有所好转,但发达经济体经济复苏仍较缓慢,2016 年经济增速将同比增长 0.2 个百分点至 2.1%,新兴市场和发展中经济体增速预计将由经济危机以来的最低水平 4%增长至 4.3%,全球经济增长仍面临下行风险。钢铁行业为强周期行业,受经济周期影响较大。国际钢铁协会预测,2016 年全球钢材消费量将增长 0.66%至 15.23 亿吨,其中,亚洲地区和大洋洲地区将占全球钢材需求的 65.2%。

外部经济复苏乏力,加之我国产业结构调整仍将持续较长时间,我国经济下行压力还在加大,2016 年我国国内生产总值增长目标被下调至 6.5-7%左右。从宏观经济政策来看,我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,计划财政赤字为 2.18 万亿元人民币,赤字率约为 3%,较上年增长 0.6 个百分点。在松紧适度的货币政策下,2016 年我国广义货币 M2 预期增长 13%左右,社会融资规模余额增长 13%左右。由于仍存在降准、降息空间以对冲广义货币 M2 增速下降,公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等工具亦将被用于保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。

我国钢铁行业的发展将进入由钢铁大国到钢铁强国的发展关键期,调整结构、产业升级、转变发展方式成为发展主线和影响未来钢铁行业竞争力的关键因素。生产符合

未来市场需求的产品,满足特殊性能要求的产品,是钢铁行业产品升级的方向,也是企业竞争力提升的途径。在结构调整下,行业的节能减排、淘汰落后产能会继续严格执行,行业监管更加严格,行业整合继续推进,行业布局向潜力地区发展。

我国钢铁企业数量众多且分散,尤其是近几年钢铁民间投资快速增长,加上国有大型钢铁企业重组步伐放缓,导致钢铁业集中度不升反降。由于国内钢铁业产能过剩严重、集中度低,产品同质化竞争激烈,导致对市场价格控制力减弱,容易引起价格无序竞争。

2016 年以来钢铁行业供给侧改革政策密集出台,2016 年 2 月,国务院常务会议提出将在 5 年内再压缩粗钢产能 1-1.5 亿吨,并计划设立工业企业结构调整专项奖补资金。根据国务院常务会议,粗钢“去产能”主要集中于河北省,计划压缩产能 1 亿吨左右,从钢材品种来看,河北省内中小型线材、螺纹钢等长材为重点去产能品种,预计该区域内生产长材的龙头企业或将从中获益。但考虑到钢铁新增产能等情况,预计供给侧改革带来的红利效应短期内难以明显显现,对钢铁行业而言,行业中长期发展趋势将取决于供给侧改革的情况。

总体看来,钢铁行业的机遇和挑战并存,既面临结构调整、转型升级等发展机遇,又面临需求增速趋缓、环境压力增大等严峻挑战,产品同质化竞争加剧,短期内行业总体上预计仍将呈现低增速、低盈利的运行态势。行业中长期发展趋势将取决于供给侧改革的力度和进展情况。

◆ 行业动态

央行:推进不良资产证券化试点

2016年04月22日 来源:央行

2016年人民银行金融市场工作座谈会于4月21日在北京召开。会议深入学习了十八届五中全会、中央经济工作会议和2016年人民银行工作会议精神,总结了2015年人民银行系统金融市场和信贷政策工作,部署了2016年金融市场和信贷政策重点工作。人民银行党委委员、副行长潘功胜出席会议并讲话,人民银行党委委员、行长助理杨子强主持会议并作总结讲话。

会议认为,2015年,人民银行金融市场系统主动适应经济发展新常态,创新工作思路,完善工作方式,积极推动金融市场改革发展,不断提高信贷政策导向力,有力地支持和促进了经济提质增效和升级发展,取得了显著成效。

会议强调,2016年是十三五规划开局之年,是全面建成小康社会决胜阶段的开局之年,也是推进结构性改革的攻坚之年。人民银行金融市场系统必须贯彻党的十八大、十八届三中、四中、五中全会和中央经济工作会议精神,认真落实人民银行工作会议决策部署,坚持稳中求进的工作总基调,坚持改革创新和风险防范并重,坚持底线思维,紧紧围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务,扎实做好金融市场和信贷政策的各项工作。一是以钢铁、煤炭等行业去产能为着力点,全面做好金融支持“三去一降一补”各项工作。二是按照因地制宜、因城

施策的原则,进一步完善区域性差别化住房信贷政策,推动房地产金融产品规范创新,促进住房信贷市场平稳有序运行。三是以“两权”抵押贷款试点为着力点,改革体制机制,拓宽农村抵质押物品种,引导金融机构加大“三农”金融产品创新和重点领域信贷投入,促进现代农业发展和农民增收致富。四是推动债券市场创新规范发展,统筹规划金融市场基础设施建设,稳步推进债券市场对外开放。积极稳妥推进不良资产证券化试点工作。五是紧紧围绕“精准扶贫、精准脱贫”基本方略,注重金融扶贫政策效果和可持续性,全力做好金融精准扶贫工作。六是会同相关部门扎实开展互联网金融风险专项整治工作。七是推动全国统一的票据交易平台建设,提升票据业务电子化水平。

会议要求,人民银行金融市场系统要统一思想,坚定信心,迎难而上,开拓创新,认真贯彻落实党中央、国务院和总行党委的决策部署,扎实做好金融市场和信贷政策各项工作。

中国人民银行上海总部,各分行、营业管理部、各省会(首府)城市中心支行、副省级城市中心支行金融市场和信贷政策工作的有关负责同志,中国人民银行总行有关司局负责同志,外汇交易中心、中央结算公司、上海黄金交易所、交易商协会、上海清算所有关负责同志参加了会议。

陈雨露：央行正推动绿色金融地方试点工作

2016年04月23日 来源:Wind 资讯

新浪财经报道,4月23日,央行副行长陈雨露在“2016年中国绿色金融论坛”上表示,央行正推动绿色金融地方试点工作。同时其表示,过去一年,我国绿色金融在政策框架、产品及国际化合作三方面实现多项创新和突破。

陈雨露表示,改革开放以来我国经济社会发展取得了巨大成就,但也积累了大量生态环境问题,成为明显的发展的短板,加强环境保护和生态治理建设美丽中国,已成为国家重大发展战略,也是社会各界的高度共识。过去一年,在管理层、业界和学术领域的共同推动下,我国绿色金融的发展步伐明显地加快,在多个领域实现了创新和突破。

陈雨露表示,一是绿色金融的政策框架逐步明晰。2015年12月人民银行和绿色金融专业委员会发布了《绿色金融债公告》和《绿色债券项目录》我国绿色债券市场正式启动。今年3月上海证券交易所发布的《关于开展绿色公司债试点的通知》积极引导公司债市场支持绿色产业发展。“目前央行正在推动绿色金融的地方试点工作。”

陈雨露介绍称,二是绿色金融产品日趋丰富。农业银行、兴业银行等商业银行在境内外市场成功发行绿色金融债券。2016年一季度我国绿色债券发行量超500亿,占同期全球绿色债券发行总量的近一半;各地纷纷加快建立健全绿色信贷政策制度,把绿色信贷标准纳入全流程管理;同时,中国工商银行率先开展环境压力测试,走在了绿色金融实践的国际前沿;除此之外,上证180碳效率指数、绿色丝绸之路私募股权基金等创新型绿色金融产品不断地涌现,社会资本进入绿色金融的渠道不断拓宽。

陈雨露表示,三是绿色金融国际合作不断地深化。我国是今年G20峰会的主席国,在中国倡议下,G20成立了绿色金融研究小组,由中国人民银行和英格兰银行任共同主席国。目前,研究小组已召开三次会议,就各国绿色金融发展最佳实践面临的主要障碍和促进全球经济绿色转型政策举措等问题进行深入研究。今年3月上海召开的G20财长和央行行长会议上,绿色金融也首次作为重点议题写入G20公报。

央行：完善征信管理制度和机制， 加强信用评级机构的国际对话与交流

2016年05月09日 来源：Wind 资讯

香港万得通讯社报道，日前，人民银行征信工作会议在成都召开。会议的主要任务是贯彻落实2016年人民银行工作会议对征信工作的要求，规范发展征信市场，推进社会信用体系建设，改善经济发展的信用环境，为金融支持实体经济发展，为促进中国经济保持中高速增长打下良好的基础。人民银行党委委员、行长助理杨子强出席会议并讲话。

杨子强充分肯定了2015年人民银行征信工作取得的新成绩。一是征信管理工作迈出新步伐，征信制度建设进一步加强，制定发布了《征信机构监管指引》，研究起草了《信用评级业管理暂行办法》，同时，依法加强对征信市场的监督管理，稳步推进征信教育工作。二是社会信用体系建设取得新进展，人民银行与发展改革委统筹协调，共同制定了2015年社会信用体系建设工作要点，明确全年社会信用体系建设的任务和部门分工，中小企业和农村信用体系建设取得新进展。三是金融信用信息基础数据库的服务水平上了新台阶，截至2015年末，个人征信系统收录8.8亿自然人数，其中3.8亿人有信贷记录，全年日均查询173万次；企业

征信系统收录企业及其他组织2120万户，其中577万户有信贷记录，全年日均查询24万次。尤其是深化动产融资服务，截至2015年末，融资服务平台累计注册机构7.8万家，促成应收账款融资业务2.8万笔，融资金额达14387亿元。

杨子强强调，2016年要着力推进征信市场的规范发展。一是加强调查研究，合理定位征信的基础作用，科学规划征信市场发展；二是切实采取措施保护信用信息主体的权益，有效防止信息共享中的利益冲突，促进征信服务市场的差异化竞争。三是进一步完善征信管理制度和机制，加强征信市场监管，防范征信市场风险；四是加强信用评级机构的国际对话与交流，扩大我国信用评级机构的国际影响力；五是加强统筹协调，大力推动社会信用体系建设，进一步改善信用环境；六是加强对金融信用信息基础数据库的运维管理，加快拓展征信系统信息覆盖面，完善金融信用信息基础数据库的功能。

杨子强要求，要建设一支高素质的清正廉洁的征信干部队伍，提高征信干部的政治素养和业务水平，鼓励征信干部加强业务学习研究，将研究成果自觉应用于工作实践。

发改委刊文：推进供给侧结构性改革发挥投资关键作用

2016年05月18日 来源：Wind 资讯

香港万得通讯社报道,5月18日,发改委官网刊登国家发展改革委副秘书长、投资公司司长《经济新常态下投资怎么做》文章称,推进供给侧结构性改革,投资发挥着重要的作用,是供需两侧发力的最佳结合点。由于政府资金有限,必须更广泛地引进社会资本进入PPP项目领域,要加大改革,推进立法保障、完善公共事业领域价格机制,以及建立合理的回报机制等。经济新常态下投资,专项建设基金功不可没;还要对准“夹心层”精准发力。

以下为文章全文:

经济新常态下投资怎么做

国家发展改革委副秘书长、投资公司司长
许昆林

投资是影响经济发展最活跃、最重要的因素之一,是供需两侧发力最佳结合点,在我国经济社会发展的各个阶段都发挥着重要的作用。在拉动经济发展三驾马车中,外需短时间难有大的变化,起基础性作用的消费是个慢变量,投资应该发挥关键性作用。扩大合理有效投资,能够补短板、调结构,还能够推动培育发展新动能,起到一石三鸟的作用。

专项建设基金功不可没

一季度,投资增速达10.7%,其中基础设施投资增长达到19.6%。投资增速稳中有升,专项建设基金功不可没,地方政府形容它是最大的好招和实招。去年8月份,国家发展

改革委按照“看得准、有回报、不新增过剩产能、不形成重复建设、不产生挤出效应”的原则,会同有关方面推出了专项建设基金。通过国开行和农发行发行金融债,筹集资金设立专项建设基金。专项建设基金的投向,包括棚户区改造等民生改善工程、重大水利工程等三农建设、轨道交通等城市基础设施和交通能源等重大基础设施,以及增强制造业核心竞争力转型升级等几大领域,具体包括棚户区改造、重大水利工程、铁路、机场、高速公路、新一轮农村电网改造等。

专项建设基金是很重要的稳增长举措。专项建设基金和一般的投资基金有很大不同,是一项重大的投融资创新。它把投资、财政、金融、产业政策等紧密结合;可以补充投资项目的资本金,增强地方投融资能力;能够有力地带动结构调整和转型升级;能够有效促进金融资金流向实体经济,很好地解决了金融资金的期限和成本错配问题。

对准“夹心层”精准发力

投资在当期是需求,从长期看则是有效供给。因此,推进供给侧结构性改革,投资发挥着重要的作用,是供需两侧发力的最佳结合点。补短板作为供给侧结构性改革的五大任务之一,需要发挥投资的关键作用。

确保投资精准有效,必须注重发挥市场的决定性作用,同时更好发挥政府的作用。要根据不同情况来分类施策,精准调控。对纯公益性的投资领域,国家通过中央预算内

投资来完成,收益比较高的主要由社会、市场、民间资本来投入。介于两者之间的“夹心层”,即准公益性和基础性领域,有一定回报但并不高,并且需要的资金量很大、周期较长,社会资本一般不太愿意进入,但又是整个经济社会发展所急需的,是我们投资领域的一个短板。

对于“夹心层”,现在的主要创新是专项建设基金投入,以资本金的形式投入到具体项目。其中,最大的特点就是资本金注入。资本金解决后,商业银行就可以跟贷,有效地促进金融资金流向实体经济。

PPP 首批项目库签约率高于预期

政府资金非常有限,目前中央预算内投资仅 5000 亿元左右,而现在一年全社会固定资产投资总额已达到 56 万亿元。中央预算内投资只占不到 1%,需要撬动大量银行资金和社会资金来投入。这就必须大力创新投融资的机制,丰富资金支持方式。

当前,国家发改委正在下大力气推介

PPP 项目。2015 年 5 月份推出的第一批 1043 个项目,总投资达到 1.97 万亿元。后来又推出了第二批 1488 个项目,总投资 2.26 万亿元。首批项目签约率大约为 31.5%,高于预期。

由于政府的资金有限,必须更广泛地引进社会资本进入 PPP 项目领域。为增进地方政府的认识和理解,国家发改委举办了很多培训班。4 月底,国家发改委与保监会、清华大学设立了政府和社会资本合作研究中心,加强 PPP 重大理论的研究。

PPP 项目需要较长的磨合期,受很多因素影响。要确保有好的环境,社会资本充分了解后才敢进入。目前,PPP 模式推广速度仍然比较缓慢,有些地方拿出的项目回报情况还不是太明确。要在这方面加大改革,包括推进立法保障、完善公共事业领域价格机制,以及建立合理的回报机制等,这样才能真正吸引社会资本进入。

央行副行长张涛:允许金融机构有序破产

2016 年 06 月 12 日 来源:新浪财经

6 月 12 日,今日中国人民银行副行长张涛在陆家嘴论坛上表示,我国金融服务存在结构性短板,仍有上升空间。其特别强调,要建设与整个金融体系相配套的退出机制,对于经营出现风险、经营出现失败的金融机构,要建立有序的处置和退出框架,允许金融机构有序破产。同时,谈到近来频繁出事的互联网金融,其表示,不忽视监管空白,不留监管死角,但同时鼓励创新,建立开放性

金融体系。

允许金融机构有序破产 优胜劣汰维护金融业健康发展

“一个没有优胜劣汰机制的行业是不可能健康持续发展的”,张涛表示,制度设计的目标之一是促进金融业健康发展,维护整体金融稳定而不是保护业内每一个机构都不失败、都不出任何风险。因此,“允许金融机构有序破产,该重组的重组,该倒闭的倒闭,

增强市场的纪律约束。”其强调,必须要建立健全一系列配套的制度设计,包括存款保险制度、征信体系建设、金融机构市场处置与退出机制等等。为金融产品的创新、技术的创新和市场充分竞争提供一个完整的制度环境,从而更好地服务实体经济。

论坛上,张涛副行长还谈到应当放宽金融机构的准入门槛。其认为,我国经济体量是非常庞大的,地区之间的差异非常明显,中小企业的数量也非常众多。培育与之相适应的多元化金融体系,满足多层次、多样性的金融服务需求,应当放宽金融机构的准入门槛,利用包括互联网在内的多种形式,发展普惠金融,促进市场充分竞争,增加金融市场有效供给。

“在充分的竞争条件下,今后我国的信贷市场发展方向应该是多层次、多元化的。”其认为,未来,我国信贷市场,应既有全国性的金融机构,也有区域性的和社区型的金融机构;既有存款类的金融机构,也有非存款类的金融机构,还有政府支持的开发性金融机构和政策性金融机构。“多元化的金融机构体系可以更好地满足不同层次的信贷需求,克服市场失灵,扩大金融服务的有效供给,保护金融消费者的权益。”

互联网金融监管不留死角 鼓励创新建开放性金融体系

谈到最近频繁出事的互联网金融,张涛认为,只要依法合规,立足服务实体经济,满

足经济主体合理的融资需求,就应该得到认可和鼓励。其表示,近年来兴起的互联网金融平台业务,比如说互联网支付、个体网络借贷、股权融资、股权众筹融资等,都拓展了传统金融机构的服务半径,改善了基本金融服务的可获得性。“这些新的金融业态发展潜力值得充分肯定的。”

但近期一些新的金融业态包括互联网金融领域,也暴露出一些风险,其认为,这表明该领域的问题已不容忽视。“尤其是需要把包括互联网金融在内的所有金融业务纳入全方位的金融监管框架,不忽视监管空白,不留下监管死角。”张涛表示。

对于下一步金融改革重点,张涛表示,目前,相对而言,我国为大中型企业服务的大型金融机构发展还是比较充分,但以“三农”小微企业为服务重点的中小型金融机构,特别是社区型金融机构发展相对滞后。“小微企业是我国吸纳就业的主力,是推动服务业发展的重要力量,而目前金融服务与实体经济之间出现了一定的结构性矛盾,下一步改革重点任务之一就是要解决这个平衡,这也是供给侧结构性改革的应有之意。”张涛表示。

“没有充分的市场竞争,就无法倒逼金融机构提高金融竞争力,改善服务效率,创新服务方式。所以,要鼓励竞争、鼓励创新,建立开放性的金融体系,这一点至关重要。”张涛强调称。

关于修订《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》 部分条款的决定

2016年06月24日 来源:中国证券业协会

现就中国证券业协会2015年1月6日发布的《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》部分条款修订如下:

第九条第(二)项修改为“评级对象为企业主体时,相关基础资料、生产经营和财务资料。包括企业税务登记文件、公司章程、股东信息及持股比例、公司治理情况、组织架构、人员状况、生产经营数据、设备技术资料、研发情况、管理制度文件、经营计划与总结报告、发展规划、公司及主要子公司财务审计报告、授信情况,以及公司及其控股股东、实际控制人、保证人在中国证监会证券市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台、中国人民银行征信系统等主要信用信息平台中的相关记录等;”

第二十八条修改为“证券评级机构开展首次信用评级时,从现场尽职调查结束之日至评级报告初稿完成之日,单个公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于10个工作日,集团公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于30个工作日。”

证券评级机构对同一评级对象进行连续评级时,从尽职调查结束之日至评级报告

初稿完成之日,单个公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于6个工作日,集团公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于15个工作日,另有规定的除外。

连续评级,是指同一证券评级机构对同一评级对象开展的第二次以上的信用评级,且评级工作开始之日应当在上次评级报告(包括跟踪评级报告)有效期内。进行连续评级的,如距对该评级对象最近一次进场尽职调查的结束之日超过一年的,证券评级机构应当进场开展尽职调查。

证券评级机构对评级对象进行定期跟踪评级时,从评级工作开始之日至评级报告初稿完成之日,单个公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于5个工作日,集团公司主体的信用评级或其发行的债券评级一般不少于10个工作日,另有规定的除外。

非公开发行证券的评级报告初稿完成时间由证券评级机构与委托人在评级业务委托书中自行约定。”

本决定自发布之日起施行。

《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》根据本决定作相应修改,重新公布。

中国保监会修订发布 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》

2016年07月03日 来源:保监会网站

近日,为进一步满足保险资金长期配置需求,加强投资风险管控,提升保险业服务经济社会能力,中国保监会对《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》(保监会令[2006]1号)进行了修订,发布《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》(以下简称《办法》)。

经过十年实践,保险资金投资基础设施项目已成为保险资金运用的常规业务,此次《办法》去掉了原有办法名称中的“试点”二字,修订内容主要包括:一是简化行政许可。根据近年市场化改革成果,明确取消了相关当事人业务资质审批、投资计划产品发行备案、保险机构投资事项审批等许可事项。修订后,《办法》已无行政许可事项的规定。二是拓宽投资空间。在防范风险的前提下,放

宽保险资金可投资基础设施项目的行业范围,增加政府和社会资本合作(即PPP模式)等可行投资模式;三是强化风险管控。进一步完善相关当事人职责,建立受托人风险责任人机制、净资本管理机制和风险准备金机制,落实市场主体风控责任;四是完善制度规范。结合实际情况,调整完善了相关条款表述,同时整合信息披露内容和披露主体的要求,规范信息披露行为。

《办法》的修订发布是落实《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(国发[2014]29号)的举措之一,也是保险业服务供给侧结构性改革的有效措施,对于推进保险资产管理业务发展,改善保险资金配置结构,支持实体经济发展具有重要意义。《办法》将于2016年8月1日起施行。

保监会就《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》 答记者问

2016年07月03日 来源:保监会网站

近日,中国保监会修订发布了《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》(以下简称《办法》)。保监会相关部门负责人就有关问题答记者问。

一、保险资金投资基础设施项目业务情

况如何?

基础设施投资规模大,期限较长、收益稳定,是保险资金配置的较好资产。2006年以来,保险资金通过基础设施投资计划的形式间接投资基础设施项目,取得较好进展。

一是业务规模稳步上升。特别是2013年注册制改革后,业务得到快速发展。截至今年5月末,保险资产管理机构累计发起设立基础设施债权投资计划300项、基础设施股权投资计划17项,合计注册(备案)规模8938.26亿元。二是服务保险主业成效明显。作为保险业创设的资产管理产品,基础设施投资计划符合保险资金特性,较好满足了保险资金配置需求。如债权投资计划平均投资期限7.54年,平均年收益率6.65%,极大改善了保险资产配置结构,促进了保险业务的发展。三是风险基本可控。保险资金投资基础设施项目注重安全性,标准相对较高。其中债权投资的偿债主体以大型企业为主,偿债能力较好,除国家信用外90%以上都有大型企业或银行担保,增信措施较为充分,投资风险基本可控。这也得到社会高度认可,并被纳入企业年金投资范围。四是支持了实体经济发展。保险资金投资的基础设施项目主要集中在交通、能源和市政行业,投资规模分别为3994.14亿元、2294.40亿元和781.1亿元。在国家重大工程和重要民生领域形成一批有影响力的投资项目,比如投资京沪高铁项目160亿元,投资南水北调中东线工程550亿元,对稳增长的拉动作用明显,提高了保险业服务实体经济的能力。

二、《办法》修订的背景是什么?

近年来,保监会按照“放开前端、管住后端”的总体思路,稳步推进保险资金运用市场化改革,取得了积极进展。《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(国发[2014]29号)明确提出,要充分发挥保险资金长期投资的独特优势,鼓励保险资金以多种方式支持民生工程和国家重大工程。2006年发布的《保险资金间接投资基础设施项目试点管理

办法》(保监会令[2006]1号)制定于业务试点阶段,部分内容已不能适应当前保险资金运用内外部环境的变化,有必要进行修订。一是体现市场化改革成果。按照国务院简政放权的要求,我会已逐步取消了保险资金投资基础设施项目相关当事人的业务资质审批、投资计划产品发行备案、保险机构投资事项审批等许可事项,原有办法有关条款需要进行调整。二是拓宽投资空间。原有办法规定的可投资基础设施领域较窄,仅限于交通、通讯、能源、市政和环保五个行业,行业集中度较高,无法满足市场需要。有必要进行相应调整,进一步拓宽投资空间。三是强化风险管控机制。随着业务规模的扩大,基础设施项目投资后续的风险管理压力不断增大。保险机构在操作中逐步暴露出后续管理不到位等问题,需要根据业务实践,进一步强化风险管控,增加监管手段,确保不发生系统性风险。

三、《办法》修订有什么意义?

《办法》的修订发布是落实《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(国发[2014]29号)的举措之一,具有多方面重要意义。一是促进保险资产管理业务发展。进一步增强基础设施投资计划的生命力,激发保险资产管理机构的积极性,加强风险管控,更好参与资产管理行业竞争。二是缓解保险公司资产配置压力。增加保险业长期资产的有效供给,满足保险资金配置需求,应对低利率环境下资产荒带来的资产负债匹配压力。三是支持经济稳增长。推动保险资金更加积极参与国家基础设施和民生工程建设,有助于适度扩大总需求,支持实体经济发展。四是推进保险业供给侧结构性改革。通过资产端的发展进一步拓展保险产品开发空间,优化保

险服务供给,提升保险业推动社会经济发展的服务能力,更好满足社会日益增长的风险管理与财务管理需求。

四、《办法》修订的主要内容是什么?

《办法》将保险资金投资基础设施项目定位于常规业务,去掉了原有办法名称中的“试点”二字,修订内容主要包括:一是简化行政许可。根据国务院简政放权的要求,将受托人等相关当事人的业务资质由审批调整为能力评估,将投资计划产品发行由事前备案调整为行业协会注册,将保险公司购买投资计划由审批调整为事后报告。修订后,《办法》已无行政许可事项。保监会作为监管者,重在防范系统性区域性风险,不对保险公司投资具体项目进行审批。二是拓宽投资空间。在防范风险的前提下,放宽保险资金可投资基础设施项目的行业范围,增加政府和社会资本合作等可行投资模式,进一步分散保险资金投资风险;三是强化风险管控。适度完善了相关当事人职责,建立受托人风险责任人机制、净资本管理机制和风险准备金机制,加强对法律、财务等中介服务机构的监督管理,落实主体风险责任;四是完善制度规范。结合实际情况,调整完善相关条款表述,同时整合信息披露内容和披露主体的要求,规范信息披露行为。

五、《办法》修订在加强风险管控方面有哪些新的措施?

加强风险管控是《办法》的首要原则。在此次修订中,我们根据业务实践经验,进一步完善了风控机制:一是落实风险管控责

任。按照卖者有责、买者自负的市场化原则,适度调整了相关当事人职责,强调投资者做好投资决策和监督,受托人做好投资管理,将责任交给市场主体;二是健全风控机制。建立了受托人风险责任人机制,切实发挥风险责任人对业务运作的监督作用。建立了受托人净资本管理机制和风险准备金机制,确保满足抵御业务不可预期损失的需要。其中风险准备金从投资计划管理费收入中计提,计提比例不低于10%,主要用于赔偿受托人因违法违规、违反受托合同、未尽责履职等给投资计划财产造成的损失;三是细化风控措施。将对担保等风控措施的具体要求移至配套文件中,以便进一步细化相关要求,增强风险控制措施的可操作性;四是加强专业机构监管。对法律、财务等中介服务机构履职提出明确要求,加强监督管理,真正发挥第三方监督作用。

六、《办法》修订发布后,下一步还有哪些配套工作?

《办法》的修订发布,是我会持续推进保险资金运用市场化改革的一项重要举措。下一步,我们将积极做好相关配套工作,推进政策落地:一是按照《办法》要求,修订完善基础设施债权投资计划相关细则;二是按照供给侧改革要求,探索基础设施投融资新模式,积极开展保险资金参与PPP模式实践并出台相应配套文件;三是加快保险资金登记交易平台建设,实现基础设施投资计划的登记发行、交易转让、质押融资、资金结算和信息披露等一站式服务功能。