



CREDIT QUARTER

# 新世纪评级

| 2017年第2期总第105期 |



## 专题一：金融去杠杆进行时

严控风险 新一轮监管风暴来临

中国广谱利率升势迎来6月考验

## 专题二：财政监管趋严

地方举债监管趋严 城投债发行面临压力

财政部首推土地专项债 地方债管理再上新台阶

## 专题三：资产证券化业务蓬勃发展

2017年中国资产支持证券市场发展前景展望

PPP项目资产证券化再迎政策红利



新世纪评级

25周年特刊

>> 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



# 守正出新 感恩奋进

——写在上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立廿五周年之际

时光荏苒。二十五年，弹指一挥间。

1992年7月，上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”）诞生于美丽的黄浦江畔。在中国改革开放和中国金融市场的蓬勃发展中，新世纪评级从孕育到成长，已走过了二十五年。

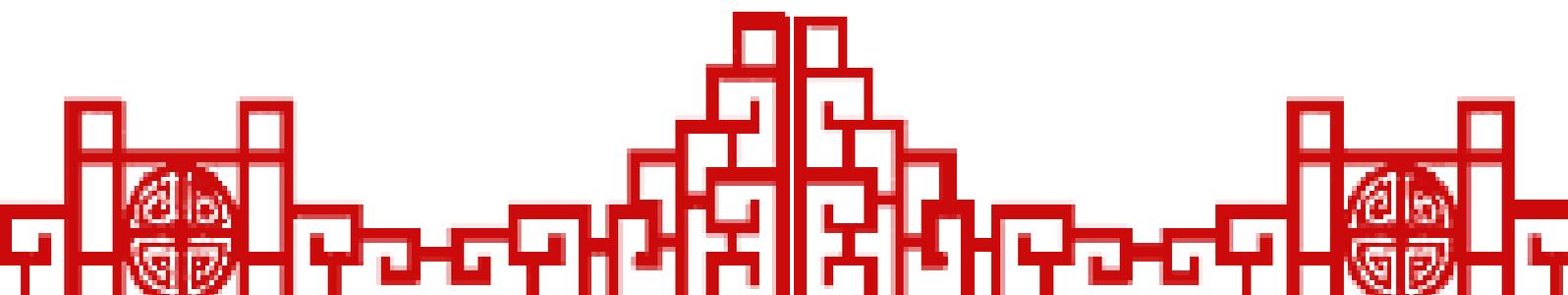
二十五年来，新世纪评级从无到有，从小到大，从刚成立时的区区十几人到如今员工总数接近250人，评级业务涵盖了全部评级业务品种，评级区域覆盖了中国大陆全部省市及香港地区，并积极向全球拓展业务，实现了“立足上海、服务全国、面向世界”的发展理念。

二十五年来，新世纪评级本着“稳健经营、公正透明”的经营思路，得到了各级监管部门、金融机

构和合作客户的一致认可和信赖，市场知名度、公信力稳步提升。

二十五年来，新世纪评级潜心研究国际知名评级机构的评级技术体系，积极开展国际交流，努力创建符合中国债券市场发行主体信用特征的、与中国评级市场相适应的评级体系，完成了具有自主知识产权的评级方法总论及工商企业、公共融资、金融机构、结构融资四类五十多个信用评级方法，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和技术，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

回顾历史，新世纪评级成长和发展的每一步，都与中国改革开放、金融市场的发展和产品创新密切相关。我们感恩时代赋予的机遇和挑战，感谢国家制度安排和政策支持；我们感激这一路走来指导和



支持过新世纪评级的所有领导、客户和朋友。新世纪评级这二十五年的辉煌与荣耀，离不开中国金融教育发展基金会、上海财经大学等股东单位的大力扶持和关心，离不开各级监管部门的充分信任和认可，离不开金融机构、企业客户等合作伙伴的坚定信赖和热情帮助，我们深深地感激社会各界一直以来给予新世纪评级的支持和关爱！

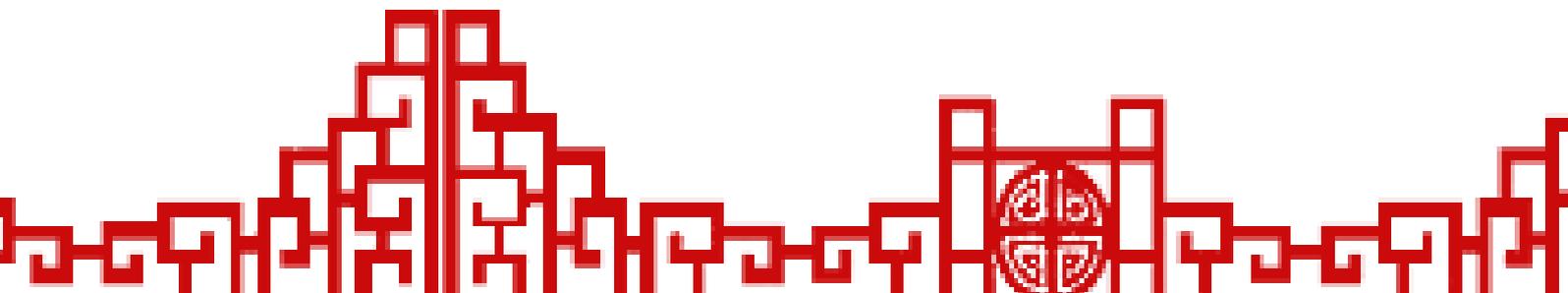
同样，新世纪评级能成就今天的辉煌，也离不开正在、曾在新世纪评级做出积极贡献的员工，以及他们背后那些默默为之付出的家属。正是这样一个个普通人共同的积点滴之勤、累无名之功，才收获了新世纪评级这二十五年的所有成绩。我们感谢所有新世纪评级人的理解和付出！

2017年7月，香港回归二十周年之际，“债券通”正式启航，推动人民币国际化进入新阶段。中国债券市场经过十多年的快速发展，目前已成为全球第三大债券市场，仅次于美国和日本。

伴随着中国的经济发展和人民币的国际化，人民币资产配置需求日益提升，“债券通”的实施将吸引更多的境外投资者对境内银行间债券市场进行投资，中国债券市场将迎来新的发展。

2017年7月，正值新世纪评级成立廿五周年，饮水思源、感恩常在。展望未来，在中国金融市场开放向更高水平和更深层次推进、中国债券市场进一步扩容的时代背景下，中国的信用评级行业面临新的发展机遇。

新世纪评级人将抓住金融市场的每一次变革，投入全部的激情和智慧，秉承“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略，继续努力打造具有国际水准、中国特色品牌的评级机构，为新世纪评级的未来发展砥砺前行、再创辉煌！



# CONTENT

## 新世纪评级25周年特刊目录



新世纪评级25周年特刊  
(内部刊物, 仅供参考)

主办: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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”)成立于1992年7月,是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来,立足上海、服务全国、辐射全球,为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资提供了优质、高效的信用评级服务,评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区,涵盖了全部信用评级业务品种。

新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了技术合作关系,形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法,有力地促进了中国信用评级行业的发展。

新世纪评级将秉承“公正、规范、准确、高效”理念,坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略,为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融的风险防范和国际化贡献自己的力量。

本刊编辑部声明:

本刊所刊载内部研究文章版权归新世纪评级所有,转载文章版权归原作者所有,非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。



微信扫一扫  
关注“新世纪评级”

更多内容请登录新世纪评级官网 <http://www.shxsj.com>

### 卷首语

守正出新 感恩奋进——写在上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立廿五周年之际

### 专题一 | 金融去杠杆进行时

- 01 严控风险 新一轮监管风暴来临——《关于银行业风险防控工作的指导意见》解读
- 04 中国广谱利率升势迎来6月考验
- 12 简析我国央行宏观审慎评估体系的推行对银行业及金融市场的影响
- 18 金融去杠杆持续推进 M2增速创历史新低
- 22 2017年一季度银行业信用观察

### 专题二 | 财政监管趋严

- 33 地方举债监管趋严 城投债发行面临压力
- 36 财政部首推土储专项债 地方债管理再上新台阶
- 40 首次明确新增限额测算公式 政府债务风险防控日趋完善

### 专题三 | 资产证券化业务蓬勃发展

- 43 2017年中国资产支持证券市场发展前景
- 60 PPP项目资产证券化再迎政策红利
- 64 我国PPP项目资产证券化发展前景

### 公司新闻

- 74 全国首单创投公司双创债成功登陆上交所 新世纪评级2017成绩单再添亮点
- 75 河北省创地方债发行里程碑 新世纪评级积极服务地方经济
- 76 全国首批服务“一带一路”建设票据成功发行 新世纪评级为其提供服务
- 77 第三届中国资产证券化论坛年度奖揭晓 新世纪评级所评项目荣获多个奖项
- 78 新世纪评级成功主办“PPP项目资产证券化研讨会”

# 严控风险 新一轮监管风暴来临

——《关于银行业风险防控工作的指导意见》解读

■ 何金中 孙田原/文

继银行业“三违”、“三套利”、“四不当”专项治理及市场乱象整治之后，银监会于4月10日再度发布了《关于银行业风险防控工作的指导意见》（银监发〔2017〕6号）（以下简称《意见》），不断强化行业监管，新一轮监管风暴来临。银监会此次发布的《意见》旨在贯彻落实2016年底中央经济工作会议“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求，切实防范化解突出风险，在严守不发生系统性风险底线的同时，进一步提升银行业风险管理水平。

《意见》明确了银行业风险防控的十大重点领域，既包括了信用风险、流动性风险、技术风险等银行业整体性风险，同时也包括了债券业务风险、同业业务风险、房地产业务风险等具体业务类别的风险以及互联网金融、社会金融等外部风险。

## 一、整体性风险

### （一）信用风险

《意见》要求银行业金融机构摸清风险底数，落实信贷及类信贷资产的分类标准和操作流程，真实、准确和动态地反映资产风险状况；加强统一授信、统一管理，加强新增授信客户风险评估，严格不同层级的审批权限。

信用风险是银行业金融机构需要防控的首要风险类别，监管层急需了解银行业金融机构资产质量的真实状况，若银行资产五级分类不准，会导致减值准备计提不足，风险缓释能力不够，进而影响银行的抗风险能力及资本充足率。

按《意见》要求，银行在摸清风险底数、积极化解存量风险的同时，要防止授信

“僵尸企业”，过度授信等增量风险，提升风险缓释能力。

### （二）流动性风险

《意见》要求银行业金融机构完善风险监测覆盖，加强重点机构管控，创新风险防控手段，定期开展压力测试，完善流动性风险应对预案，提前做好应对准备。流动性风险是银行业金融机构继信用风险之后需重点防控的另一主要风险类别。《意见》中扩大了银行业流动风险的检测范围，将同业业务，投资业务、托管业务和理财业务等纳入流动性风险监测范围，对于资金来源与运用明显错配、批发性融资占比高的银行业金融机构，实行“一对一”贴身盯防，同时督促部分同业存单占比过高的银行合理控制规模，避免因资金错配造成的流动性风险。

### （三）操作及科技风险

《意见》要求银行业金融机构加强案件风险防范，强化信息科技风险防控，加强预期管理，维护银行业经营稳定。近年来，从业人员内外勾结骗贷、虚假票据案件时有发生，问题的症结主要集中于银行业金融机构的内部管理。银行业金融机构加强员工和重点环节管理，对授权卡、业务印章、空白凭证等物品管理全流程控制，可有效防止类似案件继续发生。同时，随着信息科技技术与银行业金融机构业务的深度融合，网络信息安全与信息科技管理的重要性日益凸显，各机构应强化信息科技风险防控。

## 二、具体业务风险

### （一）房地产信贷业务风险

《意见》要求分类实施房地产信贷调控，强化房地产风险管控，加强房地产押品管理。该项要求响应了中央经济工作会议精神，明确住房居住属性，坚持分类调控、因城施策，严厉打击“首付贷”等行为，对抑制热点城市房地产泡沫，建立促进房地产健康发展长效机制具有积极意义。另外，对于房地产企业，在供给侧对其资金来源进行限制，防止资金违规进入房地产领域，引导资金脱虚向实。

### （二）地方债务风险

《意见》要求银行业金融机构严格落实相关法律法规，强化融资平台风险管控，规范开展新型业务模式，加强对高风险区域的风险防控。

银行业金融机构不得违规新增地方政

府融资平台贷款，严禁接受地方政府担保兜底，这与新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）的要求一致。目前，专项建设基金、政府与社会资本合作、政府购买服务等新型业务模式兴起，银行业金融机构通过各种方式异化形成违规政府性债务将受到限制，将对地方政府债务风险管理形成协同效应。

同时，对于列入预警范围的潜在高风险地区，银行业金融机构制定中长期债务风险化解规划，而不是短期内争先出逃抽贷，有利于预防区域性金融风险发生。

### （三）债券业务风险

《意见》要求银行业金融机构健全债券交易内控制度，强化债券业务集中管理机制，加强债券风险监测防控，严格控制投资杠杆。银行业金融机构债券投资业务为了增加利润，通过在委外投资业务中进行资金期限错配和加杠杆等手段来进行套利，在债券牛市环境下，风险隐匿和不断积累，但自去年底以来，因我国债券市场大幅波动，通过加杠杆套利的风险逐渐暴露。高杠杆导致银行业金融机构对债券市场的波动更加敏感，抗波动能力弱，不利于金融市场的良性发展。但是，银监会在《意见》中并未设定硬性杠杆率要求，仅要求银行自行控制杠杆。

### （四）同业业务风险

《意见》要求各银行业金融机构强化同业业务整治，从控制业务增量、做实穿透管理、消化存量风险和严查违规行为等方面明确了监管要求。近年来，同业业务在银行业金融机构间爆发式增长，风险不断累积，大

量同业资金在金融机构内空转套利，为规避业务监管，同业投资多层嵌套，绕道进行资产违规出表或隐藏不良资产。

同时，银行业金融机构大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式进行同业理财、委外、债市投资等，导致风险在金融机构间的传染效应大大增强，不利于银行业金融机构的整体抗风险能力。《意见》对同业业务进行整治，或对银行业金融机构同业业务规模增长势头形成一定抑制。

#### （五）理财及代销业务风险

《意见》要求银行业金融机构加强理财业务风险管控，规范银行理财产品设计，加强金融消费者保护，审慎开展代销业务。

该项要求首先明确禁止银行业金融机构通过发行理财产品来构筑资金池，进行资金的暗箱操作从而进行潜在的利益输送；其次，随着交易结构的不断创新，银行业金融机构理财产品的复杂程度不断增加，不利于投资者准确识别产品风险，规范银行理财产品设计显得尤为重要；再者，针对近年多发的客户与银行间关于保险等代销业务的纠纷，要求银行加强审核，避免造成不良社会影响。

### 三、外部风险

#### （一）互联网金融风险

《意见》要求持续推进网络借贷平台（P2P）风险专项整治，做好校园网贷、“现金贷”业务的清理整顿工作。

从监管动向看，今年将是互联网金融整顿的关键时期，在颇具争议的“校园贷”之后，银监会再次强调“禁止向未满18岁的在

校大学生提供网贷服务，不得进行虚假欺诈宣传和销售，不得通过各种方式变相发放高利贷”。互联网金融作为弥补传统金融服务不足的重要补充，加强平台监管，适时采取关、停、并、转等措施，消除互联网金融领域的各种乱象，对发挥互联网金融的正面作用具有重大意义。

#### （二）跨境及社会金融风险

《意见》要求重点防范跨境业务风险和社会金融风险，严厉打击非法集资，防止民间金融风险向银行业传递。

目前，我国所面临的外部经济金融环境较为复杂，受美联储加息等影响，汇率市场波动较大，银行业金融机构应做好跨境业务的风险管理，避免造成重大损失。除了银行业金融机构本身的风险外，其他非银机构的风险也有向银行传染的可能，对于各地兴起的交易所等，银监会要求银行业不得为违规交易所提供开户、托管、资金划转、代理买卖、支付清算、投资咨询等服务，隔断非银机构风险向银行业金融机构传导。

综上，《意见》针对银行业十大风险领域提出了风险防控的具体要求，其内容基本涵盖银行业风险的主要类别，且操作性较强，将对银行业未来的整体风险管理水平的提升带来积极影响，有效降低了部分银行由于盲目投放信贷及过度增加杠杆而使自身出现信用风险的可能性。

在宏观经济转型升级及金融去杠杆的深化的大背景下，由于银行业金融机构在经济体系中的特殊性，其风险管理水平及能力提升，可为供给侧结构性改革营造稳定的金融环境，保障改革的顺利推进。

# 中国广谱利率升势迎来6月考验

■ 徐永/文

2017年1-5月，中国广谱利率整体呈现上升状态，在存贷款基准利率未做调整的情况下，央行公开市场政策利率、货币市场资金利率、债券收益率等都出现了较大幅度的上升。

整体来看，央行货币政策稳健中性、金融市场去杠杆及监管政策加强、美国加息、人民币贬值及资本流出压力等因素，对利率的整体走升起到了重要的影响，6月份市场或将迎来更大考验，但在基本面复苏基础还不牢固的背景下，利率继续大规模走升支撑不足。

## 一、利率综述

1-5月，公开市场7天、14天和28天期逆回购，6个月和1年期MLF操作利率均调升了20BP。银行间市场质押式回购加权平均利率年初为2.34%，最高曾于3月底上涨到3.59%，5月底回落至2.85%。其中，DR007从年初的2.67%上涨至5月底的2.84%。

债券一级市场发行成本普遍抬升，国债加权发行利率从1月的2.81%上涨到了5月的3.61%，地方政府债加权发行利率从2月的3.36%上涨到5月的4.17%，政策性银行债加权发行利率从1月的3.77%上涨到5月的4.24%。

公司债加权发行利率从1月的5.01%上涨到5月的5.26%；企业债加权发行利率1月份从去年12月底的5.54%快速上涨到6.14%，5月份继续上涨至6.58%；中期票据加权发行利率从1月的5.16%上涨到5月的5.71%，同期，短期融资券加权发行利率从

4.21%上涨到4.90%。

二级市场方面，10年期国债收益率从年初的3.11%最高上涨到了3.69%，5月底为3.61%，10年期的国开债收益率从1月初的3.7%上涨到5月底的4.34%，5年期AA企业债到期收益率从年初的4.56%上升到5月底的5.74%。

信用债的行业利差分化，钢铁、采掘和有色金属行业利差较高，非银金融、休闲服务类行业利差为负，收益率水平占优。

截至3月份，非金融企业一般贷款加权平均利率为5.63%，比上年12月上升0.19个百分点；票据融资利率加权平均利率为4.77%，比上年12月上升0.87个百分点。个人住房贷款加权平均利率为4.55%，略有上行，比上年12月上升0.03个百分点。

普益财富数据显示，截至5月底，银行理财封闭式预期收益型人民币产品发行平均收益率从年初的4.11%上涨到4.43%；信托

理财12个月期新发行产品平均最高预期收益率从年初的6.74%上涨至6.9%。

## 二、利率分类分析

### （一）政策利率

央行目前货币政策利率工具种类丰富，除了传统的存款、贷款、再贷款、再贴现、存款准备金利率外，公开市场业务中的正、逆回购、央行票据、SLO，以及其它货币政策工具如SLF、MLF、TLF、PSL等都是央行的操作选择。

在我国货币政策从数量调控向价格调控的转型过程中，央行已经明确表示会进行利率走廊调控的探索，并明确了中短期利率走廊调控+中长期MLF的期限操作框架。

利率走廊调控的上限利率为SLF，至于下限，一般应该是存款准备金利率或者央行正回购利率，由于2015年以来未再操作正

回购，超储0.72%的存款利率也一直未变，因此目前市场主要是从利率走廊的上限利率以及其他利率工具的变化来观测央行调控的思路和走向。

从今年前5个月的情况来看，无论是SLF的操作利率，还是央行公开市场逆回购、MLF利率，都出现了上调。其中7天期的逆回购和SLF利率均上调了20 BP，分别从2.25%、3.25%上调至2.45%和3.45%，并且都是分两次上调，每次上调10 BP，特别是第二次上调，是在美联储3月加息之后的快速反应，央行当天一次性全面上调了MLF、SLF和逆回购的操作利率。

从2015年政策利率的连续下调到2017年上半年的连续上调，央行货币政策显然有逐步偏紧的转向，针对上调两次上调逆回购利率、SLF和MLF操作利率，市场认为是央行在加息，为应对美联储加息防止资本流出，不过从央行的正式表态来看，央行并不

图表1 中国央行主要政策利率水平（截至2017年5月底）

利率矩阵	shibor	逆回购	SLF	MLF	国库现金	质押式回购	存款基准	贷款基准
隔夜	2.64		3.30			2.66		
2天								
3天								
4天								
5天								
6天								
7天	2.86	2.45	3.45			2.84		
14天		2.6				3.89		
21天								
28天		2.75	3.80			3.27		
3个月	4.56				4.5	4.78		
6个月				3.05		4.90		
9个月								
1年	4.36			3.2			1.5	4.35
3年							2.75	4.75

数据来源：央行，新世纪评级整理

希望市场对此进行过度解读。

央行一季度货币政策执行报告显示，公开市场利率随行就市适度上行，反映了2016年以来在内外因素综合作用下货币市场利率中枢上行的走势，是在保持流动性基本稳定目标下市场供求推动的结果，不宜将公开市场利率上行与“加息”划上等号。从当前形势看，公开市场利率更富有弹性，客观上也有助于去杠杆、抑泡沫、防风险，符合中央经济工作会议精神。

## （二）货币市场利率

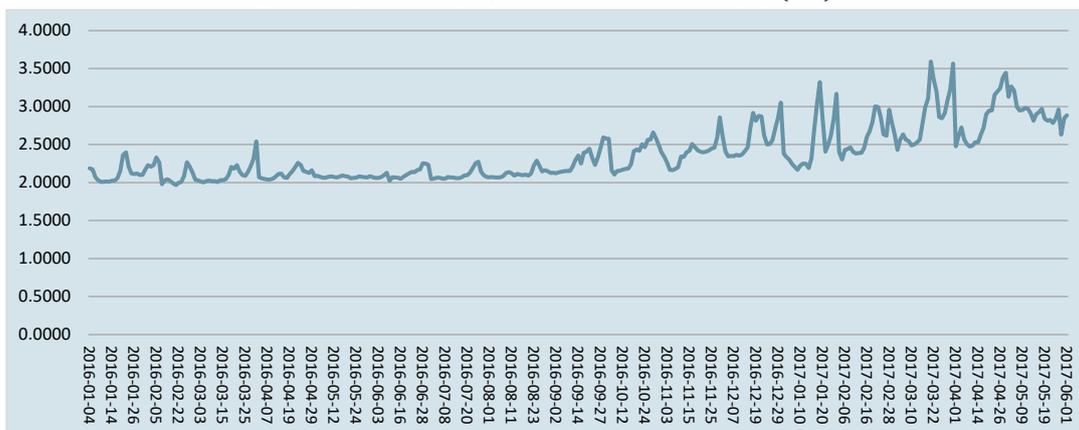
前5个月，货币市场利率出现了明显走

升，并且自2016年第四季度以来，利率波动性明显提高。5月底，银行间市场质押式回购加权平均利率为2.8463%。从利率的绝对水平走高来看，可能与资本流动、金融市场杠杆交易、货币政策中性稳健以及金融监管政策加强等因素都有关系。

从央行外汇占款的走势来看，虽然今年以来的外汇占款负增长已经明显收窄，但在美国下半年仍可能多次加息的预期下，当前资本流出压力未有缓解，这对银行间市场的流动性影响总体仍是负面。

而央行在金融风险控制的整体背景下，流动性投放主要采取了公开市场操作及MLF、

图表2 银行间市场质押式回购加权平均利率走势（%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表3 央行口径外汇占款余额及单月增量变化（单位：亿元）



数据来源：央行，新世纪评级整理

SLF等工具，而非此前的降准，体现在央行资产负债表上是央行对其他存款性公司的债权增加，且从上半年的情况来看，央行的操作以对冲流动性缺口为主，比如政府财政存款增加的情况下，相应增加流动性的投放，总体来看对其他存款性公司债权增加的规模与外汇占款、政府存款增加带来的总体缺口相当，流动性供给的整体基调并不宽松。

例如1月份，外汇占款减少叠加政府存款增加带来的流动性缺口为6996亿，当月央行对其他存款类公司的债权就增加了6607亿，4月份，在缺口5158亿的情况下，央行投放3850亿，基本是维持少量缺口存在。

统计央行单月基础货币余额的变化，以及外汇占款、政府存款和对其他存款性公司债权三个因素的影响，也可以看到自2015年以来，除了个别月份有央票到期、定向回购等操作外，央行基础货币单月的变化与三项因素综合变化也基本保持同步，央行并没有通过其他渠道额外提供流动性，只不过2015年央行在除公开市场操作外，还多次调低准备金率，因此市场并未感受到流动性的过分紧张，而2016年下半年以来准备金率未再调整，市场流动性结构性紧张的程度才更加凸显。

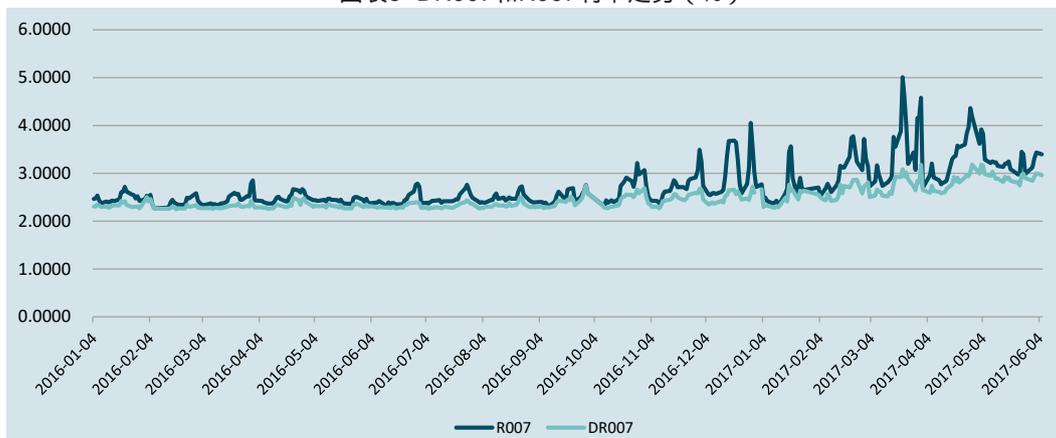
面对流动性紧平衡，不同品种的稳定

图表4 基础货币单月变化与对比（单位：亿元）



数据来源：央行，新世纪评级整理

图表5 DR007和R007利率走势（%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

性还是差异明显。从DR007来看，其利率的波动幅度就明显低于R007，全国银行间同业拆借中心自5月31日起正式推出基于DR的定盘利率FDR，即银银间回购定盘利率（包括FDR001、FDR007及FDR014三个品种），以及以FDR007为参考利率的利率互换交易相关服务。

此前已有基于R的回购定盘利率FR，包括FR001、FR007和FR014三个品种，R和DR的主要区别之一，在于前者是基于全部金融机构交易计算的利率，即包括银行和非银行类金融机构，而后者主要是基于存款类金融机构即银行之间的交易利率。

去年下半年以来，在金融监管，特别是MPA纳入考核等因素的影响下，银行类机构对非银金融机构的拆借业务明显趋于谨慎，非银融入困难增加，带动了R007利率波动明显大于DR007。

从利率走廊的角度来看，稳定性更强

的品种显然更有利于上下限利率的区间调控，这或许也是央行自去年以来，不断加强DR007作为市场基准利率的重要原因，作为利率走廊调控的目标对象，DR及FDR利率未来有望发挥比FR更重要的作用。

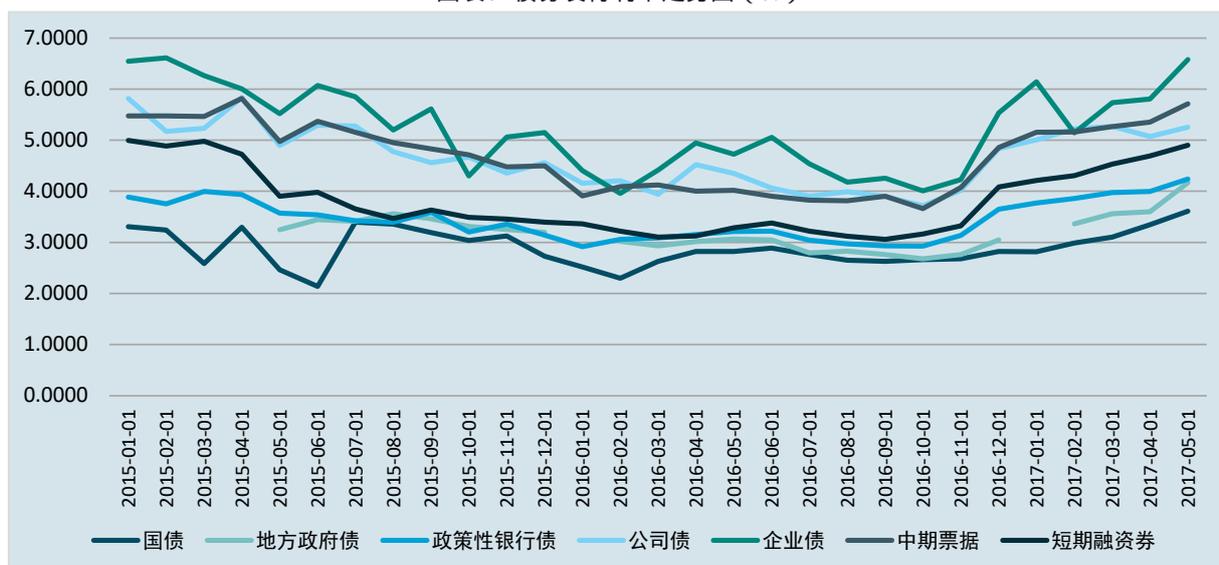
SHIBOR的利率同样涨幅较大，5月底3个月期SHIBOR利率已经上涨到4.5%，较2016年3季度末2.8%的低位，上涨了170 BP。同业存单的发行与二级利率也水涨船高。

### （三）债券一级市场利率

债券一级市场的发行利率在资金利率等系列因素影响下，逐步走高，发行成本的走高也影响到了发行规模，除了国债外，地方政府债、政策性银行债、公司债、企业债、中期票据和短期融资券的实际发行金额同比都显著下降。

利率债方面，前5月，国债、地方政府债、政策性银行债的实际发行金额分别为

图表6 债券发行利率走势图（%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

10760.3亿元、13479亿元和14160.9亿元，较去年同期分别增长3.5%、下降47%和下降17%。地方政府债因债务置换的总额度限制可能面临下降，加上成本压力，实际发行额度下降较为明显。

信用债方面，公司债、企业债、中期票据、短期融资券前5月的实际发行额度分别为675.90亿元、3478.64亿元、3068.70亿元和8737.90亿元，同比分别大幅下降70.9%、76.7%、40%和43.8%。

#### (四) 债券二级市场收益率

前5月，利率债的二级市场利率亦不断上行。其中，10年期国债到期收益率从2016年的低点2.67%，上涨至5月底的3.6%附近，10年期国开债到期收益率自2016年的低点3.04%，上涨至5月底的4.34%附近。

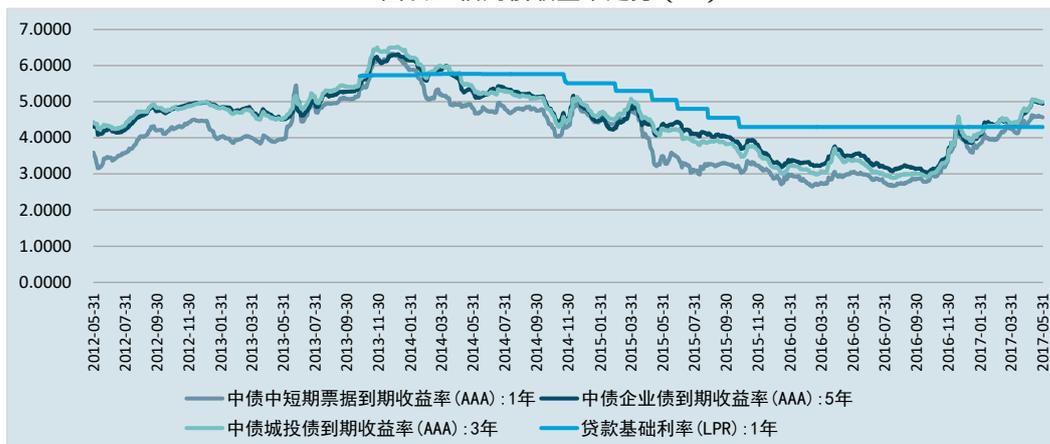
信用债的收益率也抬升迅速，多数品种二级收益率全面超越LPR，不过行业利差的表现仍然较为分化，非银金融、休闲服务等行业表现较好。

图表7 利率债收益率走势 (%)



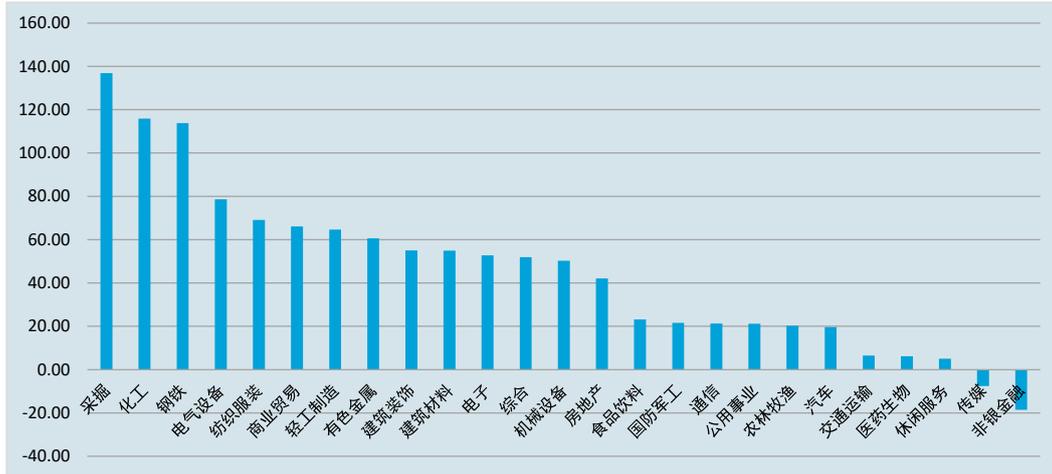
数据来源：chinabond，新世纪评级整理

图表8 信用债收益率走势 (%)



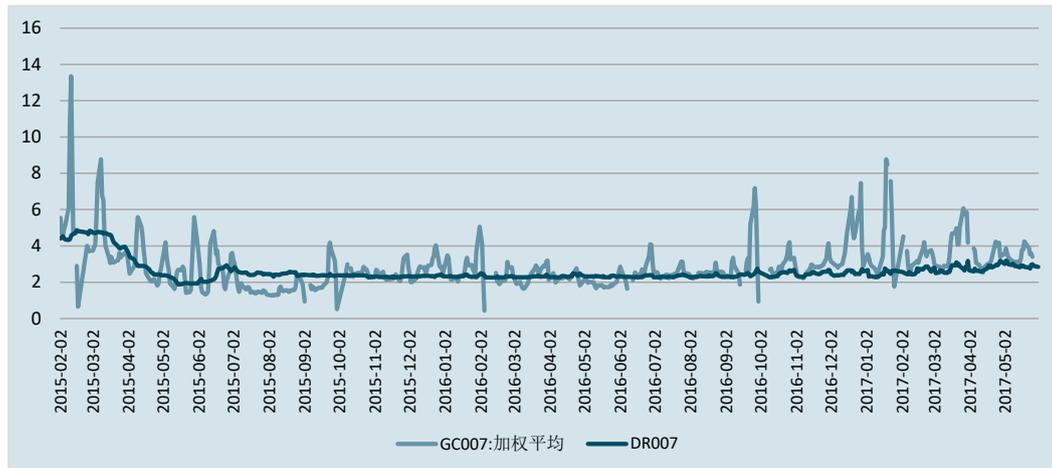
数据来源：wind，新世纪评级整理

图表9 非城投类信用债行业利差表现



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表10 交易所市场与银行间市场7天回购利率



数据来源：wind，新世纪评级整理

（五）利率衍生品及交易所市场利率

利率衍生品方面，FR007利率互换一年期固定利率1月份为3.2262%，5月份为3.7418%，上升51.56BP。

交易所市场的利率波动显著高于银行间市场，不过上交所已经修改了回购规则，并自5月22日起实行，有望提高交易所回购利率的稳定性。

新规调整主要涉及两方面内容：一是修改质押式回购计息规则，计息天数从回购期

限的名义天数修改为资金实际占款天数，以消除名义计息天数规则下由于周末和节假日因素导致的回购利率大幅波动，同时将全年计息天数从360天改为365天；二是修改质押式回购收盘价计算方法，由当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价改为当日最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价。

（六）票据、理财及信托收益率

前5个月，受金融数据扩张，加上债券、

图表11 票据收益率走势图 (%)



数据来源：wind，新世纪评级整理

股票等直接融资相对低迷，非标类融资仍然较为活跃，不过受金融数据可能回落以及金融监管影响，后期利率是否回落值得关注。

### 三、利率展望

半年末资金面历来较为紧张，加上今年的MPA考核、同业存单到期量较大等因素，资金面及利率形势整体不容乐观，不过按照惯例，央行当期投放力度也会更大，预期市场利率在6月应该不会出现过度上涨的局面。

债券利率方面，目前国债二级市场收益率较去年底部已抬升100个BP，各类信用债的加权发行利率也普遍高于LPR，并使得融资量骤减，但从央行基准利率的水平来看，目前全面上调的预期和基础还不足，这种情况下，无论是利率债还是信用债，收益率继续上升的空间可能都较为有限，预期半年末后利率可能逐步下行。

# 简析我国央行宏观审慎评估体系的推行对银行业及金融市场的影响

■ 孙田原/文

自1979年宏观审慎的概念被提出以来，通过不断发展，各国于2008年国际金融危机之后纷纷开始建立宏观审慎监管体系，中国人民银行于2016年开始推行宏观审慎评估体系。整体来看，该考核体系对部分股份制银行及城商行影响较大，迫使该类机构控制广义信贷规模，影响其业务发展及经营业绩。同时，银行业机构对于广义信贷的压缩会增加非银金融机构获取资金的难度，使得非银金融机构面临一定的流动性压力。

对于债券市场而言，由于银行业机构压缩广义信贷以及非银金融机构补充流动性均有可能抛售债券资产，两者叠加可能对债券的估值造成一定的负面影响。由于市场流动性偏紧及公开市场利率的上升，实体经济部门融资难度加大，从而影响其生产经营，造成宏观经济增速放缓。目前，央行已根据宏观经济走势及市场流动性情况适当投放基础货币，但在稳健中性的货币政策下和金融业去杠杆的大背景下，市场流动性偏紧的趋势短期内不会改变。

## 一、宏观审慎评估体系的背景

自2008年国际金融危机后，全球各国开始加大对本国金融体系的宏观审慎监管，

我国央行不断改进宏观审慎监管模式，于2016年推出了宏观审慎评估体系。

宏观审慎评估体系（Macro Prudential Assessment, MPA）的概念最早提出于1979年，至今已接近40年，该概念着眼于整个金融体系，目的是通过监管来降低金融危机的可能性。在该概念提出初期，主要被IMF等国际机构用来评估各国金融体系的实力，防范金融体系的风险。自2008年国际金融危机爆发之后，各国均提高了对宏观审慎监管的重视程度，美国、英国及欧盟均构建了本国或本地区的宏观审慎监管框架，通过建立专业的监管机构，加强对本国或本地区的系统重要性金融机构的宏观审慎指标监管，降低由于系统重要性机构财务困难对整个金融体系带来的威胁。

在国际金融危机之后，全球各经济体为了促进经济复苏而采取的各种政策导致全球大宗商品，汇率等市场风险加剧，而中国同样面临着经济下行压力，金融机构配置资产的难度不断增大。在此背景下，国内金融机构的业务模式开始改变，由过去单一的存贷款模式开始向多元化的资产配置模式转变，但相应的金融监管滞后，缺乏对金融系统整体风险的监管。

针对监管滞后的问题，中国人民银行于2011年2月推出了“合意贷款及差别准备金动态调整”的管理模式，通过合意贷款管理机制对金融机构的合意贷款规模进行动态调节，实现对信贷总量，信贷结构的控制以及实现逆周期的调节；通过差别准备金动态调整来加强对金融机构流动性的管理，引导信贷的合理投放。但该管理模式主要针对商业银行的狭义信贷，容易被银行通过各种通道规避监管，难以达到预期的监管效果。鉴于此，央行于2016年开始推出宏观审慎评估体系（以下简称“MPA”），以期更好地防范系统性风险，实现逆周期调节和优化货币政策传导渠道。

## 二、MPA的具体内容

MPA将对银行业资金投放的监管由狭义信贷转变为广义信贷，增加了对债券投资、股权及其他投资、买入返售资产、存放非存款类金融机构款项及表外理财的监管，适应了我国金融体系资产端日益多元化的趋势，体现了监管对于当前金融机构资产配置及风险变化的应对。同时，与原有监管相比，MPA更加注重对金融机构资本充足率的考核，并且通过宏观审慎资本充足率的设定及同业负债等其他指标来加大对金融部门之间

的内在关联性和系统性风险的应对。

央行MPA的评估指标包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境金融风险 and 信贷执行共七大类十六项指标，评估对象为以银行业存款类金融机构为主，兼顾金融租赁公司、汽车金融公司、信托投资公司等银行业非存款类金融机构。上述机构被分为三类：全国性系统重要性机构（N-SIFIs）、区域性系统重要性机构（R-SIFIs）及普通机构（CFIs），根据不同的类别，部分考核指标略有不同。

MPA七大类指标满分均为100分，90分为优秀，60分为合格。七大类指标均达到优秀的机构为A档机构；资本和杠杆情况、定价行为任意一项不达标或其余五大类指标任意两项及以上不合格的，为C档机构；其余为B档机构。对于A档机构，央行将对准备金利率执行奖励性利率（法定准备金利率的1.1倍）；对于B档机构，将执行法定准备金利率，对于C档机构，将执行约束性利率（法定准备金利率的0.9倍）。同时，在特殊情况下，奖惩幅度将加大，并且C档机构还将有可能被暂停公开市场一级交易商资格及MLF操作对象资格。具体来看，MPA的评分细则如下：

表 1 MPA评分细则

指标大类	指标	评分标准
资本和杠杆情况 (一票否决项)	资本充足率 (80分) (与宏观审慎资本充足率C*比较)	[C*,∞):80分; [C*-T, C*): 48-80分 [0, C*-T): 0分,T为容忍度
	杠杆率 (20分)	[4%,∞):20分; [0, 4%): 0分
	总损失吸收能力	暂不考核
资产负债情况	广义信贷 (60分)	N-SIFIs、R-SIFIs及CFIs的广义信贷增速与M2增速偏差分别不超过20、22、25个百分点: 60分; 否则0分
	委托贷款 (15分)	N-SIFIs、R-SIFIs及CFIs的委托贷款增速与M2增速偏差分别不超过20、22、25个百分点: 60分; 否则0分
	同业负债 (25分)	N-SIFIs、R-SIFIs及CFIs的同业负债占总负债分别不超过25%、28%、30%: 25分; 超过前述标准但不超过33%: 15-25分; 否则0分

指标大类	指标	评分标准
流动性	流动性覆盖率（40分）	符合监管要求：40分；否则0分
	净稳定资金比例（40分）	超过100%，40分；否则0分
	遵守准备金制度（20分）	遵守要求：20分；否则0分
定价行为 （一票否决项）	利率定价（100分）	利率定价行为符合市场竞争秩序：0-100分
资产质量	不良贷款率（50分）	不高于同类机构不良率：50分，不高于同类机构不良率2个百分点且不高于5%：30-50分；否则0分
	拨备覆盖率（50分）	[150%,∞) :50分；[100%，150%）：30-50分 [0，100%）：0分
跨境融资风险	外债风险加权余额（100分）	外债风险加权余额不超过上限：100分；否则0分
信贷政策执行	信贷政策评估结果（40分）	根据上一年度“小微企业信贷政策导向评估”、“涉农信贷政策导向评估”和“县域机构将新增存款更多用于当地贷款评估”三项中最优一项打分，优秀档40分，良好档30分，一般档20分，勉励档0分，不参评机构按良好档计分
	信贷政策执行情况（30分）	从当地人民银行省分行年度信贷重点工作中选取三项评估，每项满分10分
	央行资金运用情况（30分）	基础分20分，根据央行资金运用情况增减：0-30分

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

### 三、MPA对商业银行的影响

#### （一）MPA影响下商业银行面临的压力

整体来看，在MPA的七大类十六项指标中，宏观审慎资本充足率的考核是商业银行面临压力最大的一项，部分银行需要严格控制自身广义信贷增速来保证满足宏观审慎资本充足率的考核。

从MPA目前的实施情况来看，七大类指标中两类一票否决项指标中，定价行为指标易于被银行自身控制，出现不合格情况的风险较小；而资本及杠杆情况指标中资本充足率考核占据80分的分值，所以该项指标的主要就是对资本充足率的考核。MPA对于资本充足率的考核是针对各银行资本充足率与所需满足的宏观审慎资本充足率的对比来制定。宏观审慎资本充足率C\*的计算方式为：

$C^* = \text{结构性参数} \times (\text{最低资本充足率要}$

求+系统重要性附加资本+储备资本+资本缓冲要求+逆周期缓冲资本)，对于某一银行而言，除逆周期缓冲资本外的所有参数均为给定，而逆周期缓冲资本 $= \max \{ \text{信贷顺周期贡献度参数} \times [\text{机构广义信贷增速} - (\text{目标GDP增速} + \text{目标CPI})], 0 \}$ ，那么若该银行的广义信贷增速大于GDP增速及CPI之和，则广义信贷增速越大，所需满足的C\*也越大。所以为满足该项考核，银行需要控制自身广义信贷的增速。

同时，在资产负债情况、流动性、资产质量、跨境融资风险及信贷执行政策这五大类指标中，允许有一项指标不合格而不会遭受处罚，从分项来看，在2016年的几次评估中，各银行的流动性、跨境融资风险及信贷执行政策得分均较高，而资产负债情况中所考核的广义信贷增速实质上没有在资本充足率指标中变相考核的广义信贷增速严格，若商业银行满足资本充足率的考核要求，便

能够在资产负债指标中获得合格的成绩，从而在这五类指标中获得至少四项合格成绩，满足考核的最低要求。所以综合来看，商业银行在MPA中面临最大的压力便为资本充足率的考核，下面分机构类型对商业银行的宏观审慎资本充足率情况进行测算：

### 1. 全国性系统重要性银行（N-SIFIs）

对全国性系统重要性银行而言，宏观审慎资本充足率考核对其业务发展不会造成较大影响。全国性系统重要性银行主要组成为工、农、中、建、交等五大行。下面以工商银行2016年的年报数据为代表来大致估算N-SIFIs机构的宏观审慎资本充足率压力。

2016年工商银行的资本充足率为14.61%，则若容忍度T继续为4%，按央行规定，结构性参数一般为1，最低资本充足率要求为8%，系统重要性附加资本对于R-SIFIs为1.0%，储备资本为前三季度1.3%，第四季度1.7%，信贷顺周期贡献参数对于R-SIFIs为0.8，目标GDP增速为实际GDP增速减1%即5.5%，目标CPI为3.0%，那么按上述公式得到：

$$14.61\% \geq 1 \times (8\% + 1\% + 1.7\% + 0.8 \times (\text{广义信贷增速} - 8.5\%)) - 4\%$$

计算得出工商银行的广义信贷增速要求为不超过18.39%，而工商银行2016年实际的广义信贷增速约为6.39%（含表外理财），可以看到，对于工商银行这类N-SIFIs机构来说，资本充足率的考核压力并不大，理论上不会对其业务发展造成较大影响。

### 2. 区域性系统重要性银行及普通商业银行

对部分区域性系统重要性银行及普通商业银行而言，宏观审慎资本充足率考核对其产生的压力较大，该部分银行需要调整自身业务结构，控制广义信贷增速，从而满足考核的要求。

区域性系统重要性银行为各省省会的城商行，而普通商业银行则包含股份制银行等，对于这两类商业银行而言，宏观审慎资本充足率的要求较全国性系统重要性银行相对较低，其信贷顺周期贡献参数一般为0.6，而普通商业银行的系统重要性附加资本要求为0.5%-1.0%，这使得区域性系统重要性银行及普通商业银行在相同资本充足率的情况下所允许达到的广义信贷增速更高。

根据银监会数据，2016年股份制商业银行加权资本充足率为11.62%，而城商行为12.42%，与全国性系统重要性机构相比稍低一些。根据这两个数据估算，区域性系统重要性机构及普通机构的广义信贷增速上限约为18.0%，与全国性系统性重要机构相仿。而根据测算数据，在新口径下，2016年南京银行广义信贷增速高达41.04%，民生银行、中信银行、宁波银行等的广义信贷增速均超过25.0%，远超18.0%的估算上限。

可以看出，部分股份制银行及城商行在MPA的资本充足率考核中存在较大的压力，2017年一季度，南京银行、贵阳银行及宁波银行由于MPA考核不合格而被处罚则印证了这个推测。面对此项压力，该类机构必须对自身的广义信贷规模进行控制，从而满足考核要求。

#### （二）MPA影响下商业银行的应对措施

在MPA的影响下，银行业将被迫改变

自身的业务结构以适应考核要求，实现业务健康发展。短期来看，面临考核压力的部分银行可能会通过压缩买入返售等同业业务及债券投资规模来压缩自身广义信贷增速，降低所需满足的宏观审慎资本充足率考核绝对值。长期来看，商业银行可以通过发行次级债或资产支持证券的方式来提升自身的资本充足率，从而满足考核要求。

从前文测算来看，部分中小银行在MPA的宏观审慎资本充足率考核中将面临较大的压力，为了应对考核的要求，短期来看部分银行将通过压缩自身的广义信贷规模来降低自身所需满足的宏观审慎资本充足率。

从广义信贷的组成来看，占比最高的贷款由于期限较长且流动性弱，很难在短时间内进行削减，而剩下的组成部分中，对于债券投资而言，若银行抛售自身的债券投资会对自身的收益造成一定的损失；对于股权及其他投资而言，其中长期的股权投资较难在短期内变现，而投资的券商集合计划则大多约定于季末到期，无需刻意压缩规模；对于表外理财而言，其很大一部分通过非银金融机构委外投资于债券市场，若有需要可以赎回；对于买入返售业务而言，大部分为提供给非银金融机构的融资，最容易进行控制，但若进行压缩，可能会造成同业市场的流动性紧张。

整体来看，对资本充足率考核有压力的一些中小银行可能通过压缩同业业务规模或抛售债券等方式来控制广义信贷，从而满足MPA的要求，但是这一行为将使得近年来部分银行通过同业理财等业务疯狂拓展负债端、迅速做大规模，继而在资产端通过期限错配等方式再次配置同业理财获利的模式无

法继续延续。部分银行的发展状况将受到一定程度的影响。此外，通过同业负债扩大资产规模，再通过期限错配来获利的银行在季末时需要借入资金来弥补自身资产端期限错配带来的流动性压力，而当市场开始收紧同业业务规模时，这部分银行可能无法在短时间内从市场上获得足够多的流动性，从而导致负债端的同业存单、同业理财出现一定程度的信用风险，拖累银行整体的信用状况。

从长期来看，银行还可以通过提升自身的资本充足率来满足MPA的要求。资本充足率为其资本总额与其加权风险资产的比率，为了提升资本充足率，银行有提升资本总额以及降低加权风险资产两种手段。在提升资本总额方面，银行可以通过发行次级债的方式来补充自身的资本金，而在降低加权风险资产方面，银行可以通过资产证券化来降低资产的风险权重，从而使得资本充足率上升。

#### 四、MPA对非银金融机构及债券市场的影响

由于MPA的影响，部分银行将会压缩广义信贷的规模，首当其冲的便是提供给非银金融机构的同业资金以及流动性较好的债券资产，从而对非银金融机构和债券市场产生较大的影响。

对于非银金融机构来说，由于过去通过同业存单等迅速扩张资产规模、并通过委外投资来获利的银行，在面临MPA的压力时，可能将逐步从非银金融机构赎回委外投资，非银金融机构将在短时间内面临较为严重的流动性压力。而银行对广义信贷中买入返售资产的压缩则可能导致非银金融机构无法顺利获得银行的流动性支持，从而加大其流动

性压力。为了满足自身的资金需求，非银金融机构将不得不背负更高的资金成本，对其经营状况将产生不利影响。

对于债券市场来说，当压缩同业业务仍然无法满足MPA要求时，部分银行将大概率选择出售流动性较好的债券资产。同时，银行对非银金融机构的委外投资也大部分投资于债券市场，当银行开始赎回委外投资时，若非银金融机构无法在市场上获得足够的流动性补充时，也将不得已大量出售债券资产。当这两个方面叠加，将使得债券市场出现较大的波动，短时间内可能导致债券估值的下行。而同时，由于当前国内债券发行的认购方也以商业银行为主，在银行开始压缩自身债券投资的同时，可能会出现部分新发行债券认购不足，从而可能会导致债券取消发行或被迫提高发行利率，对债券发行市场造成一定冲击。

## 五、MPA对宏观经济的影响及未来货币政策展望

长期来看，MPA将有效降低金融业风险，推动资金“脱虚向实”，有利于经济健康发展；但商业银行为了满足考核要求而收缩广义信贷规模，使得市场流动性偏紧，实体经济部门融资难度加大，短期内宏观经济增速将有所放缓。货币政策方面，央行为了避免因处置风险而产生新的风险，预计会适度增加公开市场基础货币投放，但持续推进金融业去杠杆仍是当前监管的重要任务，短期内市场流动性偏紧的趋势不会改变。

近期，各监管机构出台多项政策，意在推进金融业去杠杆，降低金融业风险，促使资金“脱虚向实”，MPA作为其中一项重

要的监管措施，将有效控制商业银行间的通过同业负债增加杠杆的行为，避免资金在金融系统内空转套利而累积的金融风险；但同时，作为中国最主要的货币派生部门，商业银行在广义信贷上的收缩将使得整体广义货币规模增速下降，实体经济部门获取资金的成本及难度均有可能上升，短期内宏观经济增速放缓的可能性较大。

货币政策方面，一季度，货币政策继续维持稳健中性，但在监管层持续推进金融降杠杆的背景下，央行减少了公开市场的基础货币投放，一季度资产负债表有所收缩，使得市场上流动性相对紧张，公开市场利率及新债券发行利率均有一定程度的上升。四月份，央行为了平稳市场，增加了公开市场的基础货币投放，同时也在一季度的货币政策报告中提出不会过度的收紧流动性，预计未来央行会根据宏观经济走势及市场的流动性情况来适当投放基础货币，以免因处置风险而产生新的风险。但整体而言，金融业去杠杆仍然是当前监管层着力推进的重要任务，货币政策不会出现方向上的转变，市场流动性偏紧的状态短期内不会改变，公开市场利率仍存在继续上行的可能。

# 金融去杠杆持续推进 M2增速创历史新低

■ 何金中 孙田原/文

2017年5月，受医疗保健和教育等非食品价格上涨带动，我国CPI继续同比上涨；因黑色、有色和化工类工业品价格普遍下跌，PPI涨幅继续回落。在市场利率持续上升、金融去杠杆及金融强监管的背景下，5月实体经济获得的人民币贷款的增加规模超过整体社会融资新增规模，社会融资模式逐渐由直接融资和表外间接融资模式转向贷款，银行表外业务继续向表内回归。随着房地产调控政策的持续推进、银行上调房贷利率和严控房贷额度，5月居民中长期贷款同比开始回落，未来中长期居民贷款增速可能将持续下降。金融体系去杠杆持续推进，商业银行开始收紧原有的委外投资等业务，M2增速首次低于两位数，创历史新低，M2增速回归低速增长或将成为常态。我国外汇储备连续四个月回升，央行在人民币对美元中间价报价模型中引入逆周期因子，有利于对冲外汇市场情绪的顺周期波动以及人民币汇率的稳定。

## 非食品价格带动CPI同比上升， PPI涨幅继续回落

2017年5月，我国CPI同比上涨1.5%，较上月扩大0.3个百分点，受季节性因素影响，环比下降0.1%。具体来看，食品价格同比下降1.6%，其中鸡蛋、猪肉及鲜菜价格分别同比下降16.8%、12.8%和11.4%，是导致食

品价格下降的主要因素；非食品价格同比上涨2.3%，是带动CPI同比涨幅扩大的主要动力，其中，医疗保健类价格同比上涨5.9%，教育服务类价格上涨3.3%，居住类价格上涨2.5%，交通类价格上涨2.3%。

2017年5月，我国PPI同比上涨5.5%，较上月下降0.9个百分点，环比下降0.3%，同比

图表1 我国CPI及PPI增速（单位：%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

涨幅呈继续回落状态，环比继上月继续下降。从主要行业看，价格普遍下降，价格环比降幅收窄的有黑色金属冶炼和压延加工、化学原料和化学制品制造、石油加工、石油和天然气开采业，分别下降1.3%、1.0%、0.4%和0.3%，分别收窄1.8个百分点、0.3个百分点、0.5个百分点和3.9个百分点；环比降幅扩大的有黑色金属矿采选、有色金属冶炼和压延加工业，分别下降4.1%和0.9%，分别扩大1.5个百分点和1.6个百分点；煤炭开采和洗选业价格环比由升转降，下降0.6%。

### 新增社会融资规模增速明显回落，表外业务继续向表内回归

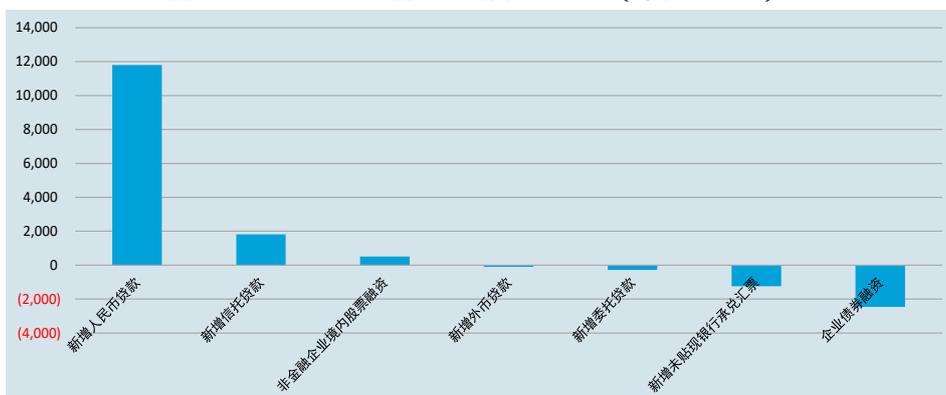
2017年5月，我国新增社会融资规模1.06万亿元，同比增长57.2%，增速较上月大幅回落20.8个百分点。从构成上看，5月份对实

体经济发放的人民币贷款增加1.18万亿元，同比增长25.6%，超过整体社会融资新增规模；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少99亿元，同比少减425亿元；委托贷款减少278亿元，同比多减1843亿元；信托贷款增加1812亿元，同比多增1691亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1245亿元，同比少减3822亿元；企业债券净融减少2462亿元，同比多减2212亿元；非金融企业境内股票融资507亿元，同比少增567亿元。对实体经济发放的人民币贷款的增加规模超过整体社会融资新增规模，说明在市场利率持续上升、金融去杠杆及金融强监管的背景下，社会融资模式逐渐由直接融资和表外间接融资模式转向贷款，银行表外业务继续向表内回归。但是，随着表内信贷额度的有限性和融资渠道的大幅收窄，实体经济融资成本将会有所上升。

图表2 我国社会融资规模增量（单位：亿元）



图表3 2017年5月我国社会融资规模构成（单位：亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 地产调控效果明显，居民中长期贷款回落

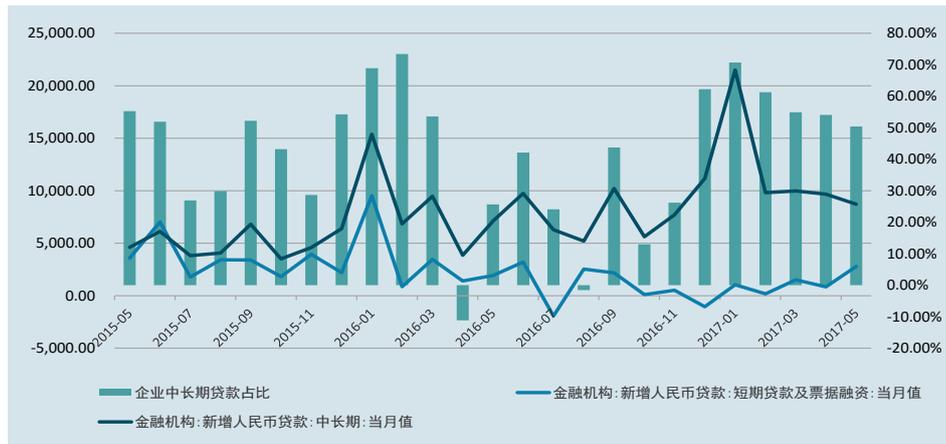
2017年5月，新增人民币中长期贷款为8722亿元，环比有所回落，但仍保持高位。其中，中长期企业贷款新增4396亿元，占比50.40%，而去年同期为新增1825亿元，占比25.68%亿元；中长期居民贷款新增4326亿元，同比下降18.08%。中长期企业贷款2016年底以来占比提升明显，体现出宏观经济整体趋稳，资金对实体经济的支持提升明显。中长期居民贷款绝对值仍处于高位，但随着房地产调控政策的持续推进、银行上调房贷利率和严控房贷额度，5月住宅销售额增速由4月的16.1%下滑至5月的15.3%，居民中长期贷款

同比开始出现回落，未来中长期居民贷款增速可能将持续下降。

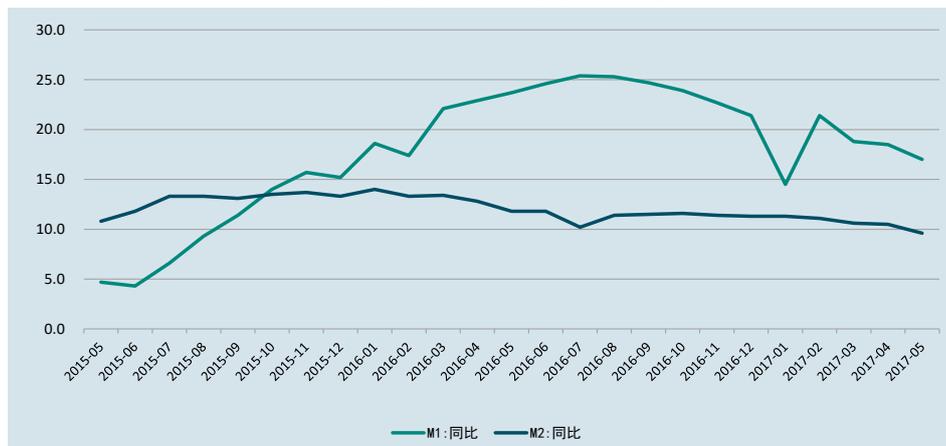
## 金融体系去杠杆持续推进，M2增速首次低于两位数，创历史新低

截至2017年5月末，我国M1余额49.64万亿元，同比增长17%，增速分别比上月末和上年同期低1.5个和6.7个百分点；M2余额160.14万亿元，同比增长9.6%，增速分别比上月末和上年同期低0.9个和2.2个百分点，增速首次低于两位数，创下历史新低。5月末的数据中，与同业、资管、表外及影子银行业务高度相关的商业银行股权及其他投资科目项下同比少增了1.42万亿元，下拉M2增速

图表4 我国中长期与短期贷款（单位：亿元、%）



图表5 我国货币供给增速（单位：%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

约1个百分点，体现了商业银行开始收紧原有的一些委外投资等业务。随着金融体系去杠杆的进一步深化，M2增速回归低速增长将成为常态。

## 人民币汇率报价引入逆周期因子，顺周期波动减少，汇率上升

2017年5月末，受非美货币兑美元升值及部分资产价格上升影响，我国外汇储备30535.67亿美元，较上月末增加240.34亿元，实现连续四个月回升。5月人民币对美元中间价整体走势较为稳定，央行于5月26日在人民币对美元中间价报价模型中引入逆周期因子，有利于对冲外汇市场情绪的顺周期波动以及人民币汇率的稳定。此后，人民币对美元汇率上升明显，6月1日人民币对美元中间价为

6.8090，较4月末的6.8931升值1.2%。

人民币汇率的小幅上升及外汇储备的持续回升，表明在近期中国经济表现平稳的情况下，资本外流的压力有所减轻，金融市场发展稳定。2017年5月，CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子人民币汇率指数及参考SDR货币篮子人民币汇率指数均出现了一定程度的走弱。但6月1日人民币对美元中间价大幅调高后，各汇率指数也纷纷走高。5月份汇率指数走弱的原因是近期美元指数走弱，而人民币对美元汇率小幅升值的同时，对部分其他货币出现一定程度的贬值，导致整体汇率指数走弱。随着近几个月中国外汇储备持续回升以及资本外流压力的缓解，预计未来人民币汇率指数将继续运行于合理区间。

图表6 美元兑人民币中间价走势及中国外汇储备数据（单位：人民币元、亿美元）



图表7 人民币汇率指数



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年一季度银行业信用观察

■ 李萍 朱琳艺 / 文

2017年一季度，受金融去杠杆影响，商业银行同业业务规模有所收缩，导致商业银行整体业务增速放缓；在经济企稳的外部环境下，商业银行资产质量相对稳定，拨备率小幅回升；商业银行净息差受同业负债资金利率大幅走高的冲击而有所下降。

中短期看，一季度监管政策密集出台叠加MPA考核仍将对商业银行业务增长及盈利产生负面影响，从银监会今年的法规制定工作计划以及央行的货币政策基调来看，预计今年商业银行同业业务、表外理财业务增速仍将持续放缓，对存款基础薄弱、同业杠杆高且期限错配明显、表外理财业务规模较大的银行影响明显。

去杠杆过程中，商业银行非标业务或将收缩，转而回归信贷领域投放。从信贷需求来看，预计住房抵押贷款将有所回落，个人消费及基建将对贷款起到支撑作用。目前经济仍然疲弱，去库存与经济结构调整仍面临一定压力，房地产调控力度加大，伴随着货币政策偏紧过程中，企业债务负担加重，资金链紧张，商业银行资产质量仍承压。

去年贷款集中重定价的影响已基本消化，今年商业银行盈利主要面临挑战为：资金市场利率上行及降杠杆过程中，同业及投资业务、表外理财业务增长、期限错配及加

杠杆受限，将影响商业银行生息资产规模、净息差及理财业务手续费收入，以及监管政策对投资业务、理财业务拨备计提标准的提高将在一定程度上加大银行的盈利压力。

2017年一季度，商业银行业发行债券主体共计38家，其中AAA级主体6家，AA+级主体6家，AA级主体9家，AA-级主体11家，A+级主体6家，具体情况详见附录一。从发行利差来看，2017年发债主体信用利差普遍较2016年大幅提升，不同等级发行主体信用利差差距有所收窄。级别迁移方面，2017年一季度行业内共有3家发债主体信用等级被调升，无发债主体被调降。

## 一、行业季度运行数据与点评

2017年一季度，受金融去杠杆影响，商业银行同业业务规模有所收缩，导致商业银行整体业务增速放缓。银行理财产品发行规模小幅增加，增幅较去年一季度大幅回落，监管政策效应初显。在信贷额度较为紧张的情况下，商业银行未贴现的银行承兑汇票规模有所回升。

2017年一季度，受监管去杠杆影响，商业银行同业业务规模有所收缩，导致商业银行整体业务增速放缓。截至2017年3月末，我国商业银行资产规模181.32万亿元，同比增长15.30%，增幅进一步放缓。

分商业银行类型来看，进入一季度后，大型商业银行业务增速较去年同比保持平稳，股份制银行业务增速有所下滑，主要是股份制银行存款基础普遍较弱，受同业业务监管政策的影响较大，城商行和农商行仍保持了较快且平稳的增速。资产占比方面，各类型银行较年初差异不大。截至2017年3月末，我国大型商业银行、股份制银行、城商行及农村金融机构资产规模占银行业金融机构比重分别为36.20%、18.60%、12.60%和13.50%，大型商业银行、城商行和农村金融机构占比分别上升了0.20、0.10和0.30

个百分点，股份制银行占比较年初下降了0.40个百分点。

受存款、同业存单和央行借款的拉动，截至2017年3月末，我国商业银行负债总额同比增长15.60%至167.80万亿元，增速较去年同期下降0.9个百分点。分银行类型来看，城商行增速较快，其次为农村金融机构和股份制银行，国有银行则继续保持低速增长。

截至2017年3月末，从25家上市银行的负债结构来看，上市银行存款占比有

图1 银行业金融机构资产规模增长情况



资料来源：wind，新世纪评级整理

图2 25家上市银行负债结构



资料来源：wind，新世纪评级整理

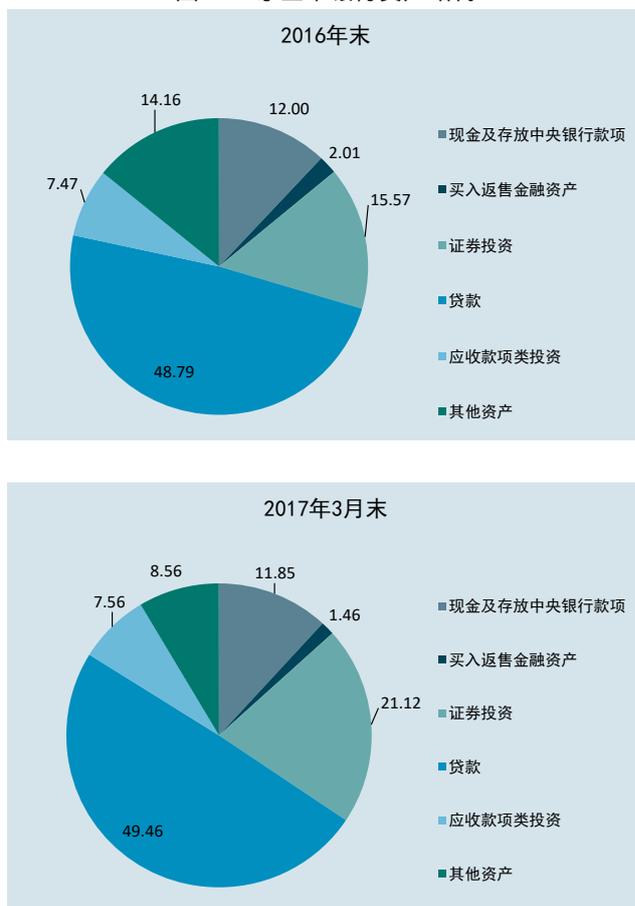
所提升，占比较年初上升1.1个百分点至72.78%；受央行推行MPA考核影响，同业负债占比较年初下降1.61个百分点至14.41%；受同业存单发行规模的推动，应付债券规模余额占比较年初上升了0.56个百分点至5.48%，余额达到7.29万亿。

资产配置方面，从25家上市银行资产结构来看，主要变化为投资业务占比显著上升，而以同业投资为主的其他资产则下降明显，截至2017年末，上市银行投资业务占比上升5.55个百分点至21.12%。上市银行贷款占比小幅回升0.67个百分点至49.46%，从贷款结构上来看，根据中国人民银行2017年一季度货币政策报告数据显示，人民币各项贷款增量中，住户贷款占比43.75%，占比仍高，主要是2016年已批贷款的集中投放，预计二季度此因素的影响会减弱。

在理财业务方面，由于2017年一季度MPA考核正式将表外理财纳入广义信贷，而银行理财产品又以非保本理财产品为主（2016年末非保本理财业务规模占比79.56%），所以，根据银监会数据，截至2017年3月末，我国商业银行理财产品余额29.1万亿元，比年初增加958亿元，同比增长18.6%，增速较2016年同期下降了35个百分点。

2017年一季度，受央行信贷额度偏紧的影响（2017年，央行重启了信贷合意度管理），票据资产作为信贷科目中流动性最好的资产类别，被各行当作压规模的最佳通道，导致表内票据融资规模回落，而表外未贴现银行承兑汇票增加。截至2017年3月末，商业银行未贴现的银行承兑汇票规模

图3 25家上市银行资产结构



资料来源：wind，新世纪评级整理

4.58万亿元，较去年年底增加0.68万亿元。

2017年一季度我国经济企稳，工业企业效率改善，商业银行不良及关注类贷款比例相对稳定。但中短期内，去库存与经济结构调整仍面临一定压力，房地产调控力度加大，伴随着货币政策偏紧，企业债务负担加重，资金链紧张，商业银行资产质量仍承压。在不良贷款平稳的前提下，商业银行拨备覆盖率小幅回升。

2017年一季度我国实现国内生产总值18.07万亿元，同比增长6.9%。宏观经济运行总体平稳，结构调整呈现积极变化。1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总

额17043亿元，同比增长28.3%。3月末，规模以上工业企业资产负债率为56.2%，同比下降0.7个百分点。在经济运行平稳，工业企业效率改善的背景下，2017年以来，我国商业银行不良及关注类贷款比例相对稳定。

截至2017年3月末，商业银行不良贷款及关注类贷款比例分别为1.74%和3.77%，分别较年初持平和下降了0.1个百分点。考虑核销因素，从上市银行的数据来看，2016年，上市银行不良双升，不良率同比上升10bps，同期核销不良4239.31亿元，同比增幅26.43%，信用成本上升7bps至1.2%，加回核销的不良贷款新生成率下降16bps至0.96%，上市银行贷款信用质量相对稳定。

分银行类型来看，农商行不良贷款率增长较快，且不良贷款率最高，城商行不良贷款率有所上升，股份制银行与年初持平，国有大行及外资行不良贷款率略微下降。

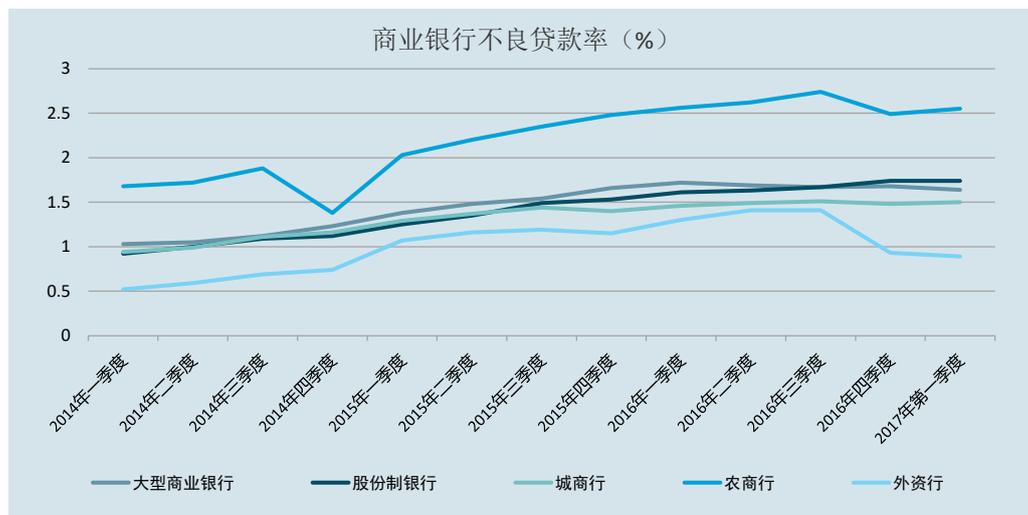
中短期内，去库存与经济结构调整仍面临一定压力。2017年4月份以来经济有所回落，工业增速从3月的7.6%回落至6.5%，印证发电量增速和PMI生产指标双双下滑。从需求端来看，出口增速从16.4%降至8%，零售总额增速从10.9%微降至10.7%，固定资产投资增速则由9.4%降至8.4%（分类型看，基建投资小幅反弹，房地产投资小幅上升，制造业投资增速则大幅回落）。

此外，房地产调控力度加大，且伴随着货币政策偏紧过程中，企业债务负担加重、融资难度加大易造成资金链紧张，商业银行表内外资产质量仍承压。

除贷款外，商业银行利用表内外资金投资债券、信托受益权和资管计划（通过债市及非标投向实体企业，或者投向同业理财及同业存单等）规模较大，且委外业务加了杠杆，相关资产质量并未在不良率等指标中体现。

在一季度资金偏紧的环境下，2017年一季度，中国债券市场信用风险持续暴

图4 商业银行不良情况



资料来源：wind，新世纪评级整理

露，信用风险事件涉及16只债券，涉及金额114.80亿元；其中，10只债券发生了实质性违约，违约金额达82.90亿元。2016年末信托业的风险项目个数为545个，资产规模为1175.39亿元，信托行业不良率0.58%。在债市及信托违约事件频发及监管趋严的环境下，商业银行投资类业务风险上升，银行未来在投资选择及杠杆运用上将趋于审慎。

在不良贷款平稳的情况下，商业银行拨备覆盖率小幅提升，截至2017年3月末，商业银行拨备覆盖率178.76%，较年初上升了2.36个百分点。

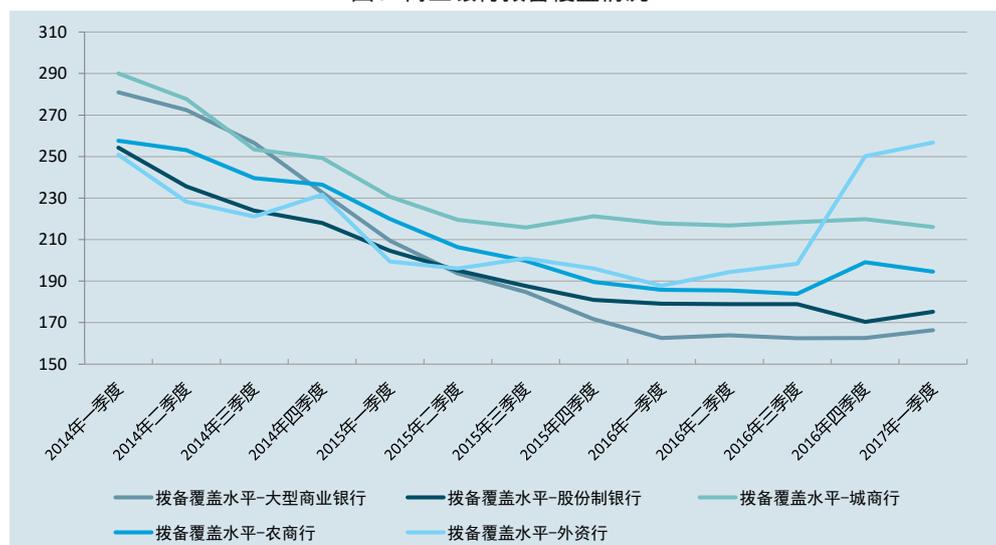
鉴于商业银行不良贷款划分标准相对宽松（不少银行逾期90天以上贷款/不良贷款远高于100%，展期和续期规模较大）、投资业务与表外理财业务的拨备计提仍不足（与表内贷款2.5%的拨备计提要求，多数银行应收款项类投资计提比例不足1%，部分上市银行应收款项类投资计提比例不足0.3%，表外理财没有明确的拨备计提要

求，因而多数银行并未计提拨备），商业银行的真实拨备水平弱于其指标表现。具体到各类银行来看，外资行及城商行拨备水平相对较高，大型国有银行拨备水平相对较低。

2015年央行多次降息的负面影响在2016年已体现，进入2017年，商业银行面临的盈利挑战为：一方面，资金市场利率上行及降杠杆过程中，同业及投资业务、表外理财业务增长、期限错配及加杠杆受限，进而影响商业银行生息资产规模、净息差及理财业务手续费收入；另一方面，地方政府债务置换仍在持续推进，资产质量承压以及监管政策对投资业务、理财业务拨备计提标准的提高也将在一定程度上加大银行的盈利压力。

2017年一季度，商业银行实现净利润4933亿元，同比增长4.61%，较上季末上升1.07个百分点，主要是由于以下几方面因素：一方面是商业银行资产规模与表外理财规模虽然增速有所下滑，但是仍保持了稳步

图5 商业银行拨备覆盖情况



资料来源：中国银监会

的增长；另一方面，拨备计提对相对稳定（从上市银行数据来看，2017年一季度，上市银行计提拨备2172.70亿元，较去年同期增加316.13亿元；上市银行拨备前利润同比增长5.23%，净利润同比增长3.40%，提出拨备计提的影响的话，上市银行拨备前利润增幅高于利润增幅1.83个百分点）。

从净息差来看，受同业资金成本上升带来的付息水平提高，商业银行2017年一季度净息差较上季度下降0.19个百分点至2.02%；在利息收入增速放缓的情况下，商业银行非息收入占比同比提升27个百分点至

26.84%；商业银行成本收入比上升1.46个百分点至26.76%。

预计中短期内货币政策将维持中性偏紧的基调，资金市场利率上行及降杠杆过程中，同业及投资业务和表外理财业务增长、期限错配及加杠杆受限；地方政府债务置换仍在持续推进；资产质量承压以及监管政策对投资业务、理财业务拨备计提标准的提高等因素均将在一定程度上加大银行的盈利压力。

分类型来看，大型商业银行由于业务相对多元化、存款基础较好，资产利润率相对稳

图6 商业银行盈利情况



资料来源：中国银监会

定。农商行由于在当地负债基础较好，多服务于当地小微企业，定价水平较高，整体息差相对较高，资产利润率仍处于较好高水平。

从资本充足率来看，在资产扩张增速放缓，通过自身利润留存及外部资本补充的途径提升资本实力的情况下，2017年一季度商业银行资本充足率相对平稳。截至2017年3月末，商业银行资本充足率较年初下降了0.02个百分点至13.26%，一级资本充足

率较年初上升了0.03个百分点至12.28%，核心一级资本充足率较年初上升了0.04个百分点至10.79%。分银行类别来看，外资银行由于母行强有力的资金支持、自身业务增速的放缓，仍保持了行业中最高水平，其次为大型商业银行，股份制银行和城商行中部分经济转型压力较大地区的银行仍将面临一定的资本补充需求。

图7 商业银行资产回报情况

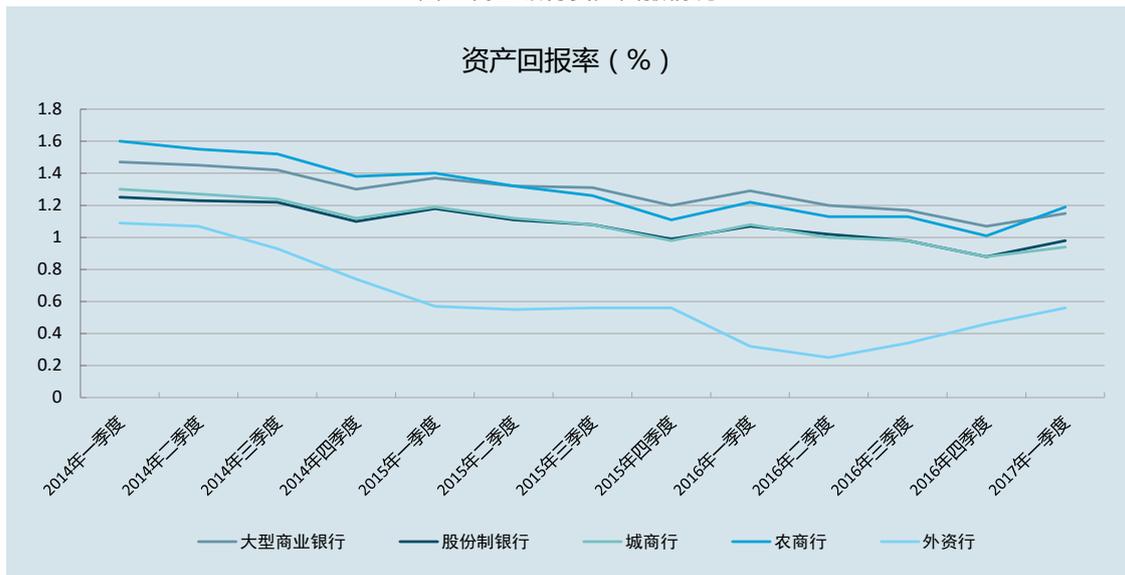
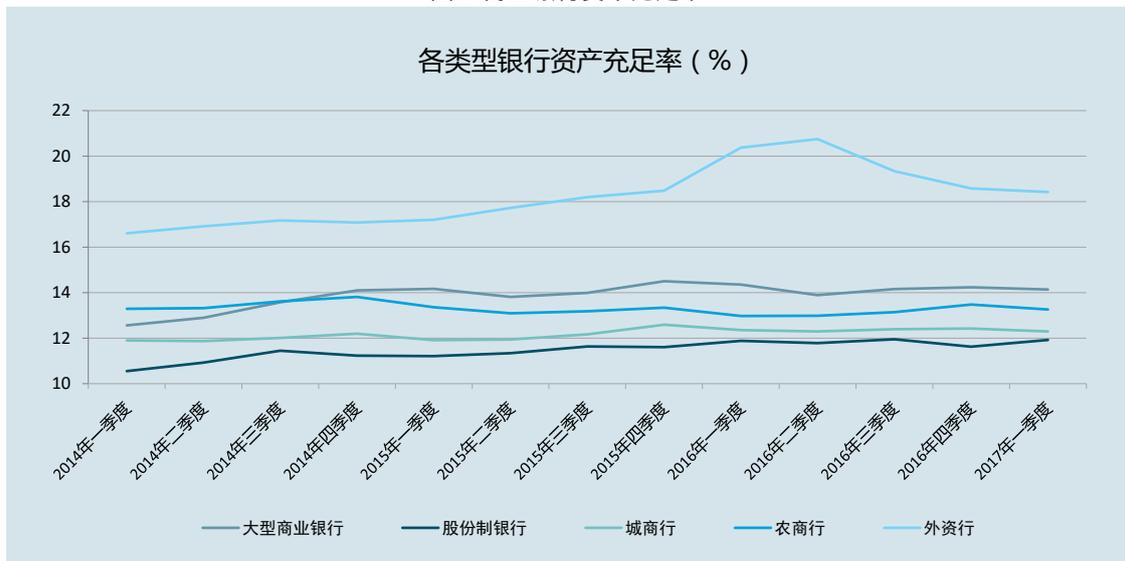


图8 商业银行资本充足率



资料来源：中国银监会

## 二、2017年以来行业重要政策点评

2017年被认为是金融监管大年，年初银监会密集下发监管文件，文件内容涵盖目前银行经营中所出现的大部分问题。从理财和同业的空转问题，到银行调整各项监管指标的手法，银行藏匿不良贷款的常用手法，再到日常经营活动中各种规章制度的遵守。

此外，从银监会公布的2017年法规制定工作计划来看，2017年预计完成的法规制定项目46项，包括：待拟行政法规4项，规章类11项和规范性文件31项。仅有11项为修订类法规，其余均为即将新制定的项目。法规制定工作计划表明监管机构整治银行业的决心较为坚定。

近年来商业银行同业投资业务及表外理财业务取得了跨越式发展，在为银行带来较好投资收益及中间业务收入的同时，也加大

了商业银行整体经营风险。其中同业及投资业务面临的主要问题是拨备计提及资本计提不充分、期限错配加大了商业银行流动性风险及委外业务推升了杠杆的上升，表外理财业务更是面临透明度低、投向范围更广、期限错配、拨备计提等问题。

从年初监管政策涉及的具体业务来看，主要涉及商业银行同业投资业务的嵌套及拨备计提、理财业务的期限错配及委外杠杆、信贷业务的不良认定审慎性等，有助于防范银行业系统性风险，但短期内会对商业银行经营业绩产生一定负面影响，商业银行整体同业业务及表外理财业务会收缩或低速增长。

2017年亦是MPA考核正式实施的第一年，部分银行达标存在一定压力，由于连续两次不达标央行会采取一定措施及惩罚，部分一季度不达标的商业银行短期内业务模式及发展速度会面临较大的调整。

表1 2017年以来理财业务监管政策梳理

文号	文件名称	主要内容	主要影响
银监办发46号	关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知	理财投资非标是否超限额；非银机构是否通过委外加杠杆；是否用同业理财购买同业存单；人为地将非标准化转为标准化；理财倒存，将理财存款变为一般性存款	对于银行理财的规模和结构进行监管，行业的表外理财规模增速将有所放缓，理财的结构将有所调整；表内资产负债结构将有所调整（同业存单占比降低），委外业务将进入观望期。
银监办发53号	关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知	1) 理财业务实施单独核算、风险隔离；关注资金池是否存在“滚动发售、混合运作、期限错配、分离定价”；理财投资合作机构是否为非金融机构；债券投资和权益类资产投资是否符合理财资金投向规定；保本理财要求准确核算，足额计提； 2) 对各类通道业务模式提出检查要求	1) 突出了对于委外合作机构的管理要求； 2) 通道类业务受到较大约束。
银监发5号	关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知	1) 资管理财产品的违规销售 2) 资管产品通过嵌套规避底层资产的披露	1) 对于现有理财对接非标债权的投资会产生影响； 2) 对于现有理财对接非标债权的投资会产生影响。

文号	文件名称	主要内容	主要影响
银监发6号	关于银行业风险防控工作的指导意见	<p>1) 严格控制投资杠杆。银行业金融机构要审慎开展委外投资业务，严格委外机构审查和名单管理，明确委外投资限额、单一受托人受托资产比例等要求，规范开展债券回购和质押融资，严格控制交易杠杆比率，不得违规放大投资杠杆。</p> <p>2) 加强银行理财业务风险管控。银行业金融机构应当确保每只理财产品与所投资资产相对应，做到单独管理、单独建账、单独核算；不得开展滚动发售、混合运作、期限错配、分离定价的资金池理财业务；确保自营业务与代客业务相分离；不得在理财产品之间、理财产品客户之间或理财产品客户与其他主体之间进行利益输送</p> <p>3) 规范银行理财产品设计。银行业金融机构应当按照“简单、透明、可控”的原则设计和运作理财产品，在资金来源、运用、杠杆率、流动性、信息披露等方面严格遵守监管要求；严控嵌套投资，强化穿透管理，切实履行自身投资管理职责，不得简单将理财业务作为各类资管产品的资金募集通道；严格控制杠杆，防范资金在金融体系内自我循环，不得使用自有资金购买本行发行的理财产品。</p> <p>4) 同业业务、投资业务、托管业务、理财业务等纳入流动性风险监测范围，制定合理的流动性限额和管理方案</p>	<p>1) 银行债券投资杠杆预计会缩小</p> <p>2) 加强理财业务风险管控，减少理财产品嵌套</p> <p>3) 加强理财业务风险管控，减少理财产品嵌套</p> <p>4) 对表外理财规模较大银行存在资产规模发展限制。</p>

资料来源：中国银监会，新世纪评级整理

表2 2017年以来同业业务监管政策

文号	文件名称	主要内容	主要影响
银监办发46号	关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知	<p>1) 通过同业绕道、虚增资产负债规模，掩盖风险等；通过同业存放、卖出回购等吸收同业资金，对接理财产品、资管计划等；通过同业投资等渠道充当他行资金管理“通道”，赚取费用，不承担风险兜底责任；同业存单空转，通过大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式进行同业理财投资等</p> <p>2) 同业倒存，将同业存款变为一般性存款</p> <p>3) 关注同业融入资金余额占比负债总额超过1/3的</p>	<p>1) 同业空转、同业存单空转是监管关注的重点</p> <p>2) 对于同业存款转为一般性存款的违规行为会有限制</p> <p>3) 对于行业同业存单规模有所控制，未来需关注监管细则的要求。</p>
银监办发53号	关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知	<p>1) 同业投资要求实施穿透管理至底层资产，根据基础资产性质足额计量资本和拨备；同业融资要求买返资产合规，关注卖出回购方是否存在资产出表；同业存单纳入同业负债考核后是否超总负债三分之一</p> <p>2) 对各类通道业务模式提出检查要求</p>	<p>1) 突出了对于委外合作机构的管理要求；</p> <p>2) 通道类业务受到较大约束。</p>
银监发5号	关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知	<p>同业往来改变正常性质，机构之间进行大额、频繁业务往来，产品结构复杂，投机性强</p>	<p>对同业业务规模有影响。</p>

文号	文件名称	主要内容	主要影响
银监发6号	关于银行业风险防控工作的指导意见	1) 做实穿透管理。银行业金融机构要建立交叉金融业务监测台账, 准确掌握业务规模、业务品种、基础资产性质、风险状况、资本和拨备等相关信息。新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套, 要根据基础资产性质, 准确计量风险, 足额计提资本和拨备; 2) 关注同业存单增速较快, 同业存单占同业负债比例较高的银行。	1) 同业进行穿透管理, 禁止嵌套, 且需足额计提资本及拨备等; 2) 对同业存单+同业负债占总负债比重较高银行存在规模发展限制。

资料来源：中国银监会，新世纪评级整理

### 三、行业信用等级分布及级别迁移分析<sup>1</sup>

2017年一季度，银行业发行债券主体共计38家，其中AAA级主体6家，AA+级主体6家，AA级主体9家，AA-级主体11家，A+级主体6家，具体情况详见附录一。截至2017年3月末，银行业仍在公开发行业债券市场有存续债券的发行主体共计221家，其中AAA级主体40家，AA+级主体36家，AA级主体54家，AA-级主体57家，A+级主体32家，A级主体2家。

2017年一季度，行业内共有3家发债主

体信用等级被调升，1家发债主体评级展望被调升，调整情况详见附录二。具体来看：

1) 中诚信国际将江苏泰紫金农村商业银行股份有限公司主体等级由AA级调升至AA+级。2) 大公国际将广州农村商业银行股份有限公司主体等级由AA+级调升至AAA级，将浙江稠州商业银行股份有限公司主体等级由AA级调升至AA+级。3) 联合资信将重庆银行股份有限公司主体等级维持为AA+级，调整评级展望由稳定至正面。

2017年一季度，行业内无发债主体信用等级调低。

表3 银行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2017年一季度		截至2017年3月末	
	发行主体数量（家）	占比（%）	存续主体数量（家）	占比（%）
AAA	6	15.79	40	18.10
AA+	6	15.79	36	16.29
AA	9	23.68	54	24.43
AA-	11	28.95	57	25.79
A+	6	15.79	32	14.48
A	-	-	2	0.90
合计	38	100.00	221	100

资料来源：WIND，新世纪评级整理

<sup>1</sup>本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，本部分统计主体等级分布时对重复主体进行了剔除，即单一主体发行多支债券时只按该主体最新信用等级统计一次。

表4 银行业主体信用等级迁移情况

2017年3月末 2016年12月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	39					
AA+	1	34				
AA		2	54			
AA-				57		
A+					32	
A						2

资料来源：WIND，新世纪评级整理

#### 四、行业主要债券品种利差分析<sup>2</sup>

2017年一季度，银行发债主体共38个，合计发行30支二级资本债和11支金融债，具体发行利差情况详见附录三。

##### 1. 二级资本债

2017年一季度，银行业内企业共发行30支二级资本债，期限均为十年。其中主体信用等级为AAA，债项信用等级为AAA和AA+的银行发行的债券发行利差较小，

利差均值分别为124.28BP和129.12BP，主体信用等级为AA+、AA、AA-、和A+的利差均值分别为154.00BP、155.75BP、168.60BP和202.58BP。

##### 2. 金融债

2017年一季度，银行业内企业共发行11支金融债，期限包括3年期和5年期。其中3年期的金融债9支，5年期的金融债2支。具体发行利差见下表。

表5 2017年一季度银行业二级资本债发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	发行时 债项信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
AAA	AAA	2	123.85-124.71	124.28
AAA	AA+	1	129.12	129.12
AA+	AA	5	136.61-167.59	154
AA	AA-	7	142.74-171.29	155.75
AA-	A+	8	148.44-208.93	168.6
A+	A	7	139.03-251.10	202.58

表6 2017年一季度银行业金融债发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	发行时 债项信用等级	样本数	发行利差	
				区间	均值
5年	AAA	AAA	1	191.02	191.02
	AA-	AA-	1	188.84	188.84
3年	AAA	AAA	3	106.52-111.14	109.4
	AA+	AA+	1	173.72	173.72
	AA	AA	3	178.25-185.50	182.52
	AA-	AA-	2	205.48-209.99	207.74

资料来源：WIND，新世纪评级整理

<sup>2</sup>本部分所统计债券均为公开发行的债券，发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

# 地方举债监管趋严 城投债发行面临压力

■ 何金中 黄田/文

2014年新《预算法》颁布以来，我国不断规范地方政府的举债融资机制，在防范化解财政金融风险方面取得了阶段性成效。但由于个别地方政府法治观念薄弱、责任意识 and 风险意识不强等原因，违法违规担保问题仍时有发生，局部风险不容忽视。

2017年以来，财政部及各部委连续发文，进一步规范地方政府的举债融资行为，地方政府融资平台的融资政策和环境明显趋紧，对城投平台的债券融资方面也产生了实质性影响。叠加市场利率走高、发行成本上升等因素，5月份城投债<sup>1</sup>发行量明显下滑，部分东北及中西部经济实力相对较弱地区出现城投债“零发行”；同时，5月份城投债发行成本区域分化现象有所加剧，债务压力相对较大地区的城投债发行成本上升幅度明显大于债务压力相对较小地区。

## 一、地方举债监管趋严

2017年以来，尤其是5月以来，财政部及各部委密集发文，地方政府举债融资的监督和管控力度进一步加强的态势非常明显。

2017年2月，财政部连续针对个别违法违规举债担保行为的地区和机构下发“核实处理”、“依法问责”的函件，此前地方违规举债、金融机构违规提供融资等行为无人被问责的历史被打破，执法问责成为加强地方政府债务监督的重要抓手。

5月3日，为进一步规范地方政府举债融资行为，守住不发生区域性系统性风险的底线，财政部等六部委联合发布《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”），从地方政府融资担保、融资平台管理、地方政府变相举债和地方政府举债融资跨部门联合监测等方面对地方政府举债融资行为进行规范，要求各省级政府尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为，并于2017年7月31日前清理整改到位。

5月31日，江苏省财政厅以特急公文转发财政部等六部委联合发布的50号文，并提出省级层面的“补充意见”，要求全面规范地方政府举债融资行为，做好政府融资担保

<sup>1</sup>本文中仅指融资平台发行的企业债和非金融企业债务融资工具。

清理整改工作，严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债。

6月1日，财政部联合国土资源部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号），推出了地方政府土地储备专项债券这一地方债创新品种，进一步规范了地方政府专项债券管理，从机制上对地方政府融资平台企业利用土地储备名义进行违法违规举债或变相举债、挪用土地储备资金等行为加以防范。

6月2日，财政部发布《财政部关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严禁地方政府将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，教育、科技、医疗卫生、文化和体育等领域的基础设施建设，储备土地前期开发和农田水利建设工程等作为政府购买服务项目，要求地方政府不得以任何方式虚构或超越权限签订应付(收)账款合同帮助融资平台公司等企业融资。同时，财政部要求各级政府全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违

法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于2017年10月底前报送财政部。

## 二、城投债发行锐减，地区分化加剧

在近期的监管政策中，多项要点涉及地方融资平台，如地方政府对融资平台的注资限制、加强融资平台的融资管理、跨部门联合监测融资平台公司借款及债券发行、政府购买服务等，地方政府融资平台的融资政策和环境明显趋紧，对城投平台的融资活动产生了重要影响。

从城投债发行情况来看，5月份城投债发行量明显下滑，一方面是受市场利率走高、发行成本上行影响，但受地方政府举债融资监管持续加强带来的影响亦不容忽视。

Wind数据显示，2017年5月，城投债仅发行65支，发行金额合计507.22亿元，均创2016年以来单月发行量最低，分别较2017年4月大幅下降71.49%和74.56%。

图表1 2016年以来城投债发行情况（单位：支、亿元）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

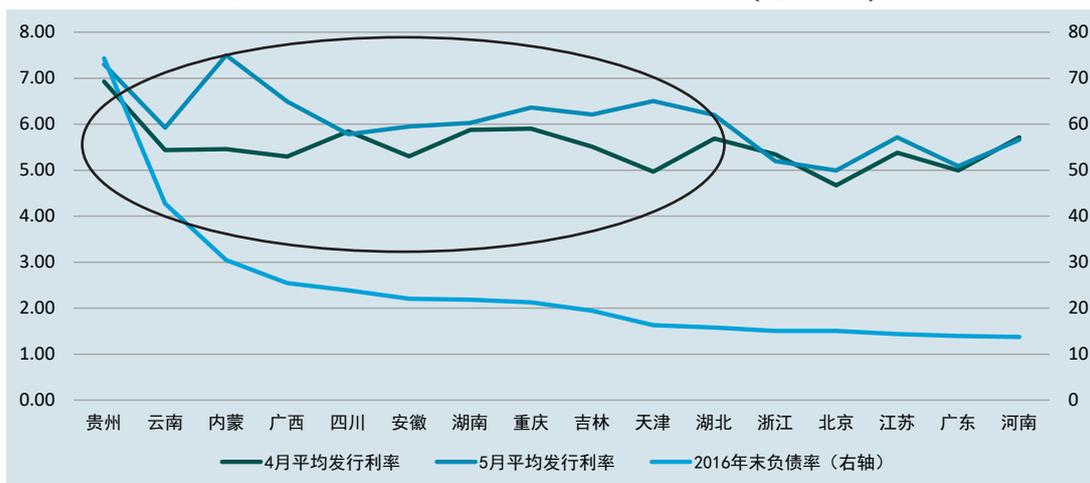
5月份城投债的发行量和发行成本区域分化现象有所加剧：经济和财力相对较弱的地区，城投债发行量下降明显，“零发行”地区增加；债务压力相对较大地区，城投债发行成本上升幅度明显大于债务压力相对较小地区。

从5月份城投债发行区域分布看，所有省市的发行量均下降。其中江苏、浙江等发行大省的发行量明显下降，同时有9个地区（黑龙江、辽宁、甘肃、青海、宁夏、陕西、江西、河北和上海）“零发行”，“零发行”地区较上月增加8个，主要集中于东北及中西部经济实力相对较弱地区，这说

明在地方政府举债融资监管持续加强的背景下，经济实力相对较弱地区的城投平台发债相对要更加困难。

在不考虑期限与信用等级情况下，5月，受市场利率整体走高影响，各地区城投债发行利率继续普遍上升，平均发行利率均在5%或以上水平。其中，内蒙古、贵州两地各1支城投债的票面利率均超过7%，分别高达7.5%和7.3%。另外，从5月有发行城投债的地区看，债务压力相对较大地区的城投债发行成本上升幅度明显大于债务压力相对较小地区，区域分化加剧。

图表2 各地区负债率与城投债平均发行成本情况（单位：%）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

注：此处负债率=政府负有偿还责任债务余额/GDP

城投平台作为特殊历史背景下的产物，其经营和管理均与地方政府存在着千丝万缕的联系，随着地方政府举债融资监管的持续加强，对城投平台必然产生较大影响。

总体来看，尽管城投平台融资环境趋紧，城投债发行区域分化加剧，但在地方政府举债机制日益规范、区域经济风险逐步降

低的大环境下，城投债的实质违约风险不高，各地区城投平台获得地方政府支持的概率仍较大。

# 财政部首推土储专项债 地方债管理再上新台阶

■ 郭文渊/文

近日，财政部、国土资源部印发了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）（以下简称“62号文”），推出了地方政府土地储备专项债券（以下简称“土储专项债”）这一地方债创新品种，对土储专项债的发行主体、偿债资金来源、预算管理、提前偿付条款等方面做出了明确规定。62号文提出了土地储备项目收益与融资自求平衡的管理新理念，有利于促进土地市场健康发展，有利于进一步规范地方政府专项债券的管理，有利于科学防范地方政府债务风险。

## 一、土储专项债推出的背景

### 1. 地方政府债务管理相关政策梳理

2014年下半年以来，关于地方政府一般债券和专项债券的发行管理、预算管理等方面，国务院和财政部分别颁布了相应的办法文件，规范了地方政府债券发行行为，也为地方政府一般债券和专项债券的顺利发行奠定基础。

《中华人民共和国预算法（2014年修订）》（以下简称新《预算法》）和国务院、财政部相关地方政府债务文件的颁布，规范了地方政府的举债行为，对一般债券和专项债券的管理不断优化、细化，有利于促进我国地方政府融资的透明化、规范化，也有利于地方政府建立与本地经济、财政发展相适应的债务规模控制制度，同时促进地方经济、财政、金融的协同发展。

表1 地方政府债务管理相关文件

发布时间	名称	文号	主要内容
2014.10.02	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	国发[2014]43号	规范地方政府债务融资机制，疏堵结合，赋予地方政府适度举债融资权限；提出政府不得通过企业进行融资，对地方政府债务实行规模控制。
2014.10.08	《国务院关于深化预算管理制度改革的决定》	国发[2014]45号	完善政府预算体系，积极推进预算公开；改进预算管理和控制，建立跨年度预算平衡机制；在财政收入管理、支出结构、预算执行、债务管理、理财行为等方面提出规范管理要求。
2014.10.28	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》	财预[2014]351号	对地方政府截至2014年末尚未清偿的债务进行清理甄别，分类纳入预算管理。

发布时间	名称	文号	主要内容
2015.03.16	《地方政府一般债券发行管理暂行办法》	财库[2015]64号	对地方政府一般债券发行进行规范管理，包括利率、信息披露、信用评级等方面。
2015.03.20	《关于做好2015年地方政府一般债券发行工作的通知》	财库[2015]68号	对2015年地方政府一般债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。
2015.03.24	《2015年地方政府专项债券预算管理办法》	财预[2015]32号	地方政府在2015年初起发行的专项债券、为置换截至2014年末的存量专项债务的专项债券，未超过国务院规定的规模可纳入政府性基金预算管理。
2015.04.08	《地方政府专项债券发行管理暂行办法》	财库[2015]83号	对地方政府专项债券发行进行规范管理，包括利率、发行期限、信息披露、信用评级等方面。
2015.04.09	《关于做好2015年地方政府专项债券发行工作的通知》	财库[2015]85号	对2015年地方政府专项债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。
2015.04.17	《2015年地方政府一般债券预算管理办法》	财预[2015]47号	地方政府在2015年初起发行的一般债券、为置换截至2014年末的存量一般债务的一般债券，未超过国务院规定的规模可纳入一般公共预算管理。
2015.12.21	《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》	财预[2015]225号	对地方政府债务实行限额管理，从建立债务预警指标体系、风险化解应急处置机制和监督考核问责机制等方面加强对地方债务的管理。
2016.01.25	《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》	财库[2016]22号	进一步优化地方债发行工作流程，完善地方债发行管理相关制度。
2016.10.27	《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》	国办函[2016]88号	督促各地建立健全地方政府性债务风险应急处理工作机制，防范和化解地区财政金融风险。
2016.11.09	《地方政府一般债务预算管理办法》	财预[2016]154号	包括地方政府一般债券、外债转贷、清理甄别认定的截至2014年末非地方政府债券形式的存量一般债务在内的地方政府一般债务纳入一般公共预算管理；非债券形式一般债务应当在国务院规定的期限内置换成一般债券。
2016.11.09	《地方政府专项债务预算管理办法》	财预[2016]155号	包括地方政府专项债券、清理甄别认定的截至2014年末非地方政府债券形式的存量专项债务在内的地方政府专项债务纳入政府性基金预算管理；非债券形式专项债务应当在国务院规定的期限内置换成专项债券。
2017.02.20	《关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》	财库[2017]59号	对地方债发行进一步规范管理，包括继续实行限额管理，均衡发行节奏，鼓励建立地方债发行机制，规范信息披露质量，进一步促进投资主体多元化，改善二级市场流动性，加强债券资金管理等方面。
2017.03.23	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》	财预[2017]35号	规定新增地方政府债务限额的测算方法，明确具体测算公式。
2017.04.26	《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	加强融资平台公司融资管理，规范政府与社会资本方的合作行为，进一步健全规范的地方政府举债融资机制。

资料来源：国务院和财政部网站

## 2. 土储专项债推出的背景及目的

2015年以前，地方土地储备资金的来源以银行贷款为主；2015年开始实施新《预算法》，规定地方政府仅能通过发行地方政府债进行融资；2016年初《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，明确各类城投公司等其他机构一律不得再从事新增土地储备工作，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。

国有土地使用权出让收入在政府性基金收入中占比最高，2016年全国国有土地使用权出让收入为3.7万亿元，占全部基金收入比重为88%。土储专项债的推出，有利于完善地方政府专项债券管理，逐步建立专项债券与项目资产、收益对应的制度，有效防范专项债务风险。根据新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文）等有关规定，2017年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展。

## 二、土储专项债主要内容

1. 发行主体：省级政府为土储专项债的发行主体。县级政府确需发行土储专项债的，由省级政府统一发行并转贷给市县政府。经省级政府批准，计划单列市政府可以自行发行土储专项债。

2. 偿债资金来源：土储专项债的偿债资金要求是对应项目的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入，这就要求土储项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。土储

专项债可以对应单一项目发行或同一地区多个项目集合发行。

3. 预算管理：土储专项债纳入地方政府专项债务限额管理。土储专项债的收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。土储专项债资金由财政部门纳入政府性基金预算管理，并由纳入国土资源部名录管理的土地储备机构专项用于土地储备，任何单位和个人不得截留、挤占和挪用，不得用于经常性支出。

增加举借的土地储备专项债券收入应当列入政府性基金预算调整方案。包括省级政府在财政部下达的年度土地储备专项债券额度内发行专项债券收入和市县政府收到的上级政府转贷土地储备专项债券收入。

增加举借土地储备专项债券安排的支出应当列入预算调整方案，包括本级支出和转贷下级支出。土地储备专项债券支出应当明确到具体项目，在地方政府债务管理系统中统计，纳入财政支出预算项目库管理。

4. 提前偿还条款：土储专项债发行时，可以约定根据土地出让收入情况提前偿还债券本金的条款。鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构。债务期限与项目实际相适应，既避免期限过短造成的错配风险，又降低期限过长带来资金闲置问题。

## 三、土储专项债与专项债券的比较

地方政府债是由省级政府及计划单列市发行的，分为一般债券和专项债券。土储专项债归属于专项债券，占用地方政府专项债额度，是政府专项债的创新品种。土储专项债与传统专项债券在募集资金用途、偿债资

金来源、发债限额、期限长度等方面有所不同：

1.募集资金用途：传统专项债券的募集资金应当用于公益性资本支出，不得用于经常性支出；而土储专项债是由纳入国土资源部名录管理的土地储备机构专项用于土地储备。

2.偿债资金来源：传统专项债券用对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等来偿还债务；而土储专项债是由土地储备项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入来偿还，与项目取得的土地出让收入相对应，不得通过其他项目对应的土地出让收入偿还到期债券本金，因储备土地未能按计划出让、土地出让收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，可在专项债务限额内发行土地储备专项债券周转偿还，项目收入实现后予以归还。土储专项债的募集资金用途和项目收入要求对应程度较高，可有效防控债务风险。

3.发债限额：传统专项债券的限额是每年固定的，2017年地方政府专项债务总限额是72685.08亿元，较调整后的2016年末地方政府专项债务余额限额增加8000亿元；而土储专项债在年度地方政府专项债务限额内可适当调整，财政部根据土地储备融资需求、土地出让收入状况等因素，确定年度全国土地储备专项债券总额度。省级政府年度土地储备专项债券额度不足或者不需使用的部分，由省级财政部门会同国土资源部门于每年8月底前向财政部提出申请。财政部可以在国务院批准的该地区专项债务限额内统筹调剂额度。

4.期限长度：传统地方政府专项债券期限设计有1年、3年、5年、7年、10年，而土储专项债的期限原则上不超过5年，鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构。

#### 四、土储专项债的积极影响

1.促进土地市场健康发展。土储专项债通过专项债券管理模式创新，以合法规范方式保障土地储备项目合理融资需求，有利于促进土地市场规范、健康发展，发挥国土资源对新型城镇化建设的服务保障作用，支持地方财政稳增长。

2.进一步规范地方政府专项债券的管理。土储专项债以“开前门”的方式，从机制上有效防止了地方政府融资平台企业利用土地储备名义进行违法违规举债或变相举债、挪用土地储备资金等行为的发生，并明确以对应的政府性基金或专项收入偿还债务本息，强化了土地储备项目收益与融资自求平衡的管理新理念，进一步规范了地方政府专项债券的管理。

3.完善市场机制，科学防范地方政府债务风险。土储专项债作为财政部首推的地方政府专项债券创新品种，将原有的集中发行的专项债券细化为按政府性基金收入项目类型发行，进一步丰富了地方政府债券的品种、增强地方政府债券透明度。同时，土储专项债的推出，进一步提高了地方政府债券市场化水平，完善了地方政府债券的市场机制，未来将吸引更多的社会资本投资地方政府债，带动民间资本支持重点领域项目建设，有利于科学防范地方债务风险。

# 首次明确新增限额测算公式 政府债务风险防控日趋完善

■ 黄田/文

2017年4月1日，财政部发布《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预[2017]35号）（以下简称《办法》），首次披露了地方政府债务新增限额分配的测算公式，要求各级地方政府依据自身财力状况、债务风险、重大项目支出、地方融资需求等情况分别测算新增一般债务限额及新增专项债务限额，并明确规定了各地方政府新增限额的管理权限和程序。《办法》是新预算法、国发[2014]43号文、财预[2015]225号文等政策性文件的延伸和细化，在安排新增限额方面给予各级地方政府以正向激励，对防范地方政府债务风险意义重大。

## 一、新增限额分配管理原则

《办法》规定，新增限额分配管理应当遵循“立足财力水平、防范债务风险、保障融资需求、注重资金效益、公平公开透明”的原则，同时《办法》还规定，“新增限额分配应体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，反之则少安排或不安排”。

财政部数据显示，截至2016年末，我国中央和地方政府债务余额约为27.33万亿元，其中地方政府债务余额15.32万亿元，按照国家统计局公布的2016年GDP初步核算数计算负债率约为36.7%。我国地方政府负债率虽然低于国际通行的警戒标准，但个别地区仍存在债务风险超过警戒线、偿债能力弱的问题。

此次《办法》规定的新增限额分配原则仍以防范债务风险为重点，并明确了新增限额的测算和安排均需立足当地财力水平，同时也体现了管理绩效为导向的原则，对债务管理能力强，管理绩效好的地区适当给予调增限额的奖励。

## 二、新增限额分配管理权限和程序

根据《办法》，各省、自治区、直辖市、计划单列市新增限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内测算，省本级及市县新增限额由省级财政部门在财政部下达的本地区新增限额内测算。各省新增限额经测算后报国务院批准后下达地方，省本级及市县新增限额报经省级政府批准后，按照财政管理级次向省本级及市县级财政部门下达。

各地方政府对本地区地方政府债务风险防控负总责，新增限额分配管理的权限和程序是对财预〔2015〕225号文中逐级下达分地区地方政府债务限额规定的细化，是地方政府降低新增债务风险的前提和重要保障，其分配管理统一实行下级部门在新增限额内测算，报上级部门批准后再下达到下级部门。

### 三、新增限额分配测算公式

《办法》明确指出：新增限额分配选取影响政府债务规模的客观因素，根据各地区债务风险、财力状况等，并统筹考虑中央确定的重大项目支出、地方融资需求等情况，采用因素法测算。各客观因素数据来源于统计年鉴、地方财政预决算及相关部门提供的资料。

新增限额分配公式如下：

某地区新增限额=[该地区财力×系数1+该地区重大项目支出×系数2]×该地区债务风险系数×波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整。

其中：

某地区政府财力=某地区一般公共预算财力+某地区政府性基金预算财力

系数1=（某年新增限额-某年新增限额中用于支持重大项目支出额度）/（ $\sum_i$ 各地政府财力）

系数2=（某年新增债务限额中用于支持重大项目支出额度）÷（ $\sum_i$ 各地重大项目支出额度）

$i$ =省、自治区、直辖市、计划单列市

系数1和系数2在测算公式中均为指定权重。具体来看，系数1表示全国新增限额中用于其他项目支出的额度占全国地方政府综合财力的权重，“该地区财力×系数1”充分体现了各地区财力在新增限额分配中的重要地位。

同样，系数2表示全国新增限额中用于重大项目支出的额度占全国重大项目支出的比例，测算时“该地区重大项目支出×系数2”则突出了各地区因重大项目支出不同而导致新增限额分配的差异。

重大项目支出主要指各地区落实党中央、国务院确定的“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略以及打赢脱贫攻坚战、推进农业供给侧结构性改革和棚户区改造等重点方向的融资需求。

新增限额的分配表明各地方的地方政府债务新增限额要结合投资需求，以重大项目支出为依据，充分考虑各地的财政实力和融资情况，而非盲目举债。

同时根据各地区经济社会发展程度和基本公共服务保障程度的差距适当调整部分项目的额度，在一定程度上也激励了地方政府向重大项目建设支出方面倾斜。

新增限额分配中的债务风险系数反映地方政府举债空间和偿债风险，根据各地区上年度政府债务限额与标准限额等比较测算。

《办法》没有明确指出债务风险系数的测算方法，但从标准限额公式中可以看出，全国地方政府债务平均年限固定不变，各地区标准限额主要由该地区可以用于偿债的财力状况决定，因此，当某地区上年度政府债

务限额大于标准限额时，表明该地区举债空间较小。

在考虑债务风险系数的同时，公式也规定了波动系数的区间，以全国人大批准的新增限额平均增长率为基准确定，各地区新增限额增长率最高不超过波动系数区间上限，最低不低于波动系数区间下限。

新增限额在各地财力和债务风险的基础上，充分考虑各地的实际融资能力，为防止地方政府性债务快速增长，利用波动系数来调整债务增长速度，以保证年度间财政运行的稳定。

此外，为保障债权人的合法权益，提高债务资金使用效益，《办法》指出新增限额还需根据各地方政府债务管理绩效的评估结果进行适当调整，同时为满足一定的个性化需求，允许地方政府根据实际融资情况，适当申请相应额度，但各地区的新增限额不应超过本地区申请额，以便合理反映各地区公益性项目建设融资需求。

#### 四、新增限额分配管理的意义

根据2017年中央财政预算报告，预算将安排新增地方政府债券1.63万亿元，较上年增长38.14%，其中新增一般债券8300亿元，较上年增长6.41%；新增专项债券8000亿元，较上年翻番。

在今年新增地方政府债券增幅如此之大的背景下，《办法》的颁布实施使得各级地方政府新增债务额度的测算变得更加清晰，管理更加客观公平，也使得今年新增限额的具体分配有了依据。

近年来，财政部不断细化地方政府债务管理各项制度，新增限额分配管理规则的落地使得地方政府债务管理日趋有序，也使得基层政府对举债规模、结构和资金投向的预期更加明朗和理性，对防范地方政府债务风险具有积极意义。

# 2017年中国资产支持证券市场 发展展望

■ 武博夫 孙田原/文

2016年以来，我国资产支持证券市场保持快速发展趋势，发行规模大幅增长。其中，信贷资产支持证券基础资产结构日趋平衡，RMBS、汽车贷款资产支持证券等产品发展迅速；以小额贷款资产支持证券、应收账款资产支持证券为代表的企业资产支持证券增长迅猛；绿色资产证券化、PPP项目资产证券化等创新产品相继推出。

市场整体以高信用等级产品为主，AAA级和AA+级产品占比进一步提升。自2016年四季度以来，信贷资产支持证券发行利率显著上升，而企业资产支持证券发行利率则相对保持稳定。另一方面，随着资产证券化市场的运行发展，信用风险开始暴露，并在2016年出现首单违约事件，这对资产证券化市场的信用风险管理提出了更高的要求。

2017年一季度，我国资产证券化市场延续了2016年度的快速增长态势。在供给侧结构性改革不断深化的大背景下，随着各类政策对资产支持证券市场支持力度的逐步加大，市场运行将进一步规范，市场发展将

更为健康；同时，随着以绿色ABN为代表的绿色资产证券化及PPP项目资产证券化等创新产品的推出，基础资产品种将进一步丰富，预计2017年我国资产支持证券市场仍将保持高速发展。

## 一、市场发行概况

### （一）发行规模

2016年以来，得益于企业资产支持证券的高速发展，我国资产证券化市场发行规模保持快速增长。

2016年，我国资产证券化市场共计发行各类资产支持证券<sup>1</sup>467期<sup>2</sup>，较上年同比增长49.68%；发行规模合计8142.58亿元，较上年同比增长34.31%。从不同监管口径来看，2016年证监会主管的企业资产支持证券发行规模增幅较大，全年发行规模合计4057.48亿元，同比增长105.82%，规模首次超过信贷资产支持证券；银监会主管的信贷资产支持证券发行规模位列其次，全年累计发行规模为3908.53亿元，同比小幅下降

<sup>1</sup>仅限银行间与交易所市场，不包括在保交所与机构间私募产品报价与服务系统（IOC）中发行的企业资产支持证券。

<sup>2</sup>本文中同一单资产支持证券按期数统计，每一期中的不同分级按支数统计。

3.64%；银行间市场交易商协会主管的资产支持票据发行规模较小，共发行166.57亿元，同比增长375.92%。此外保监会主管下的保险交易所于2016年5月18日挂牌成立，并于当年11月10日发行首单产品。

2017年一季度资产证券化市场延续了2016年度的快速增长态势，共计发行101期，发行规模总计1872.85亿元，同比增长110.30%。按不同监管口径分，银监会主管的信贷资产支持证券共计发行22期，发行规模765.47亿元，同比增长68.47%；证监会主管的企业资产支持证券共计发行76期，发行规模1049.04亿元，同比增长140.49%；交易商协会主管的资产支持票据发行较少，发行规模共计58.34亿元。

## （二）基础资产情况

### 1. 信贷资产支持证券

2016年，受企业贷款资产支持证券发

行规模下降影响，银监会主管的信贷资产支持证券整体发行规模增幅放缓。从基础资产品种来看，以个人住房抵押贷款和汽车贷款等居民贷款为基础资产的资产支持证券以及租赁资产支持证券的发行规模增长较快，各类基础资产的发行规模占比日趋均匀。

2016年，受企业贷款资产支持证券的发行规模下降影响，银监会主管的信贷资产支持证券市场发行规模的小幅下降3.64%；2017年一季度信贷资产支持证券市场有所恢复，累计发行规模为765.47亿元，同比增长68.47%。

从基础资产品种来看，受信贷增速放缓、银行资产出表需求减弱、同业存单大量发行等因素影响，2016年企业贷款资产支持证券发行规模明显下降，全年共发行1437.48亿元，同比下降53.82%。2017年一季度，企业贷款资产支持证券发行规模呈现一定的恢复性增长，共发行304.26亿元，同比增长7.52%，发行规模占比仍在信贷资

图表1 2016年各监管口径资产支持证券发行情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

产支持证券市场保持第一位。

伴随全国个人住房抵押贷款新增发放规模同比大幅增长86.23%，2016年RMBS发行规模亦大幅度提升，全年共发行1396.57亿元，同比增长323.94%。2017年一季度，全国居民中长期贷款新增发放规模仍处于高位，RMBS发行规模亦保持快速增长，发行规模总计191.87亿元，同比增长250.39%。

2016年我国汽车市场销量增长迅速，全年同比增长13.65%，达到近年高点，从而刺激汽车贷款资产支持证券发行规模提升，全年发行587.19亿元，同比增长84.33%。2017年一季度，受汽车购置税优惠政策减半影响，乘用车销量有所下行，汽车贷款资产支持证券发行规模增速放缓，共计发行106.46亿元，仅小幅增长6.63%。

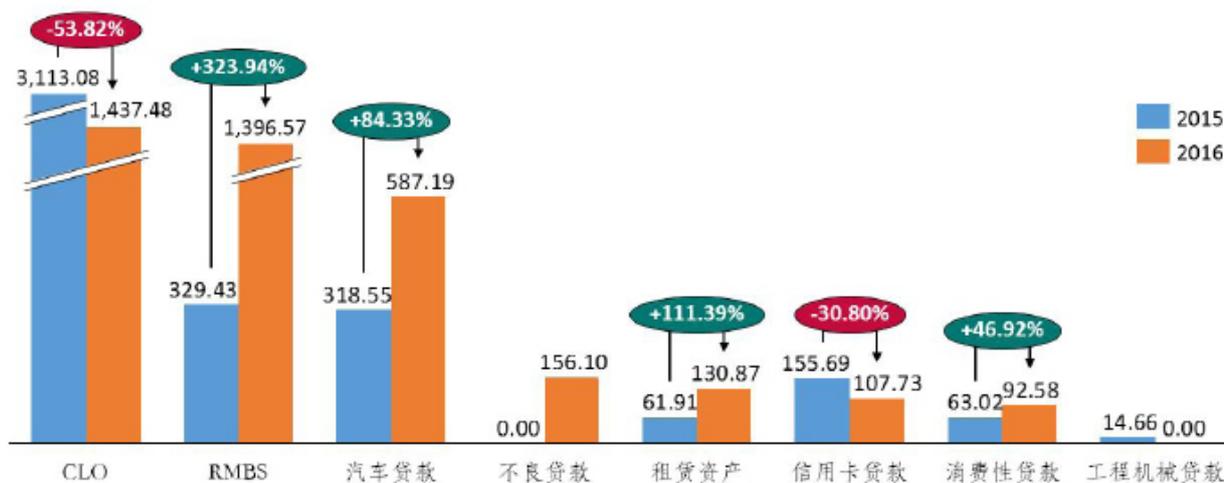
2016年，租赁、信用卡贷款、消费性贷款类资产支持证券发行规模较小，分别发

行130.87亿元、107.73亿元与92.58亿元。其中，租赁资产支持证券发行规模增长速度较快，2016年的增幅达到111.39%。2017年一季度，租赁资产支持证券发行规模持续增长，总计发行140.10亿元，超过去年全年发行总额。

同时，2016年银行间市场不良贷款资产证券化重启后，信贷资产支持证券市场的基础资产品种进一步增加，全年共发行不良贷款类资产支持证券156.10亿元。2017年一季度，由于第一批试点机构产品发行逐步完成，第二批试点机构产品发行尚未落地，不良贷款资产支持证券发行规模偏小，仅7.24亿元。

从基础资产发行规模的占比来看，随着2016年以来企业贷款资产支持证券发行规模的下降以及RMBS发行规模的上升，信贷资产支持证券中各基础资产的占比日趋均匀。2016年全年，企业贷款资产支持证券发行规模占比为36.78%，较2015年减

图表2 2016年信贷资产支持证券按基础资产分类发行情况（亿元，%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

少39.97个百分点；RMBS发行规模占比为35.73%，较2015年增加27.61个百分点。此外，2017年一季度租赁资产支持证券发行规模大幅增加，在信贷资产支持证券中的发行规模占比为18.30%。

## 2. 企业资产支持证券

2016年以来，证监会主管的企业资产支持证券发行规模明显增长，其中以小额贷款资产支持证券与应收账款资产支持证券最为突出，发行规模占比持续上升。整体来看，企业资产支持证券的基础资产品种较银监会主管的信贷资产支持证券更为丰富，发行规模占比也较为均衡。

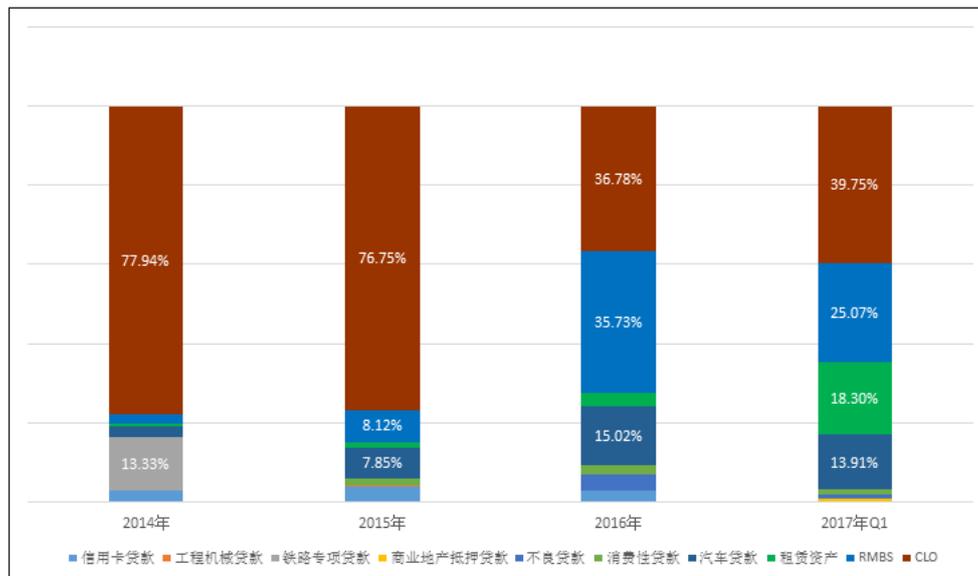
2016年证监会主管的企业资产支持证券发行规模增幅较大，同比增长105.82%；2017年一季度增长速度进一步提升，同比

增幅达到140.49%。

从基础资产品种来看，证监会主管的企业资产支持证券中增幅最大的基础资产类型分别是保理融资债权、融资融券债权、小额贷款、信托收益权与应收账款，分别同比增长519.36%、435.00%、405.77%、340.12%与201.80%；但基础设施收费、航空票款与股票质押回购债权类基础资产有一定幅度的下降，2016年分别同比下降36.92%、71.33%与67.63%；2016年企业资产支持证券市场新增企业债权与委托贷款资产支持证券，全年发行规模分别为405.77亿元与66.02亿元。

2017年一季度，企业资产支持证券继续保持快速增长，其中电商旗下小额贷款公司资产证券化产品发行规模持续扩大，小额贷款资产支持证券同比增长2089.96%，共

图表3 近年来信贷资产支持证券基础资产分类占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

计发行301.00亿元，成为企业资产支持证券中规模最大品种。

其余增幅较大的基础资产类型分别为保理融资债权、融资融券债权及应收账款，同比分别增加1627.16%、297.76%及63.97%。

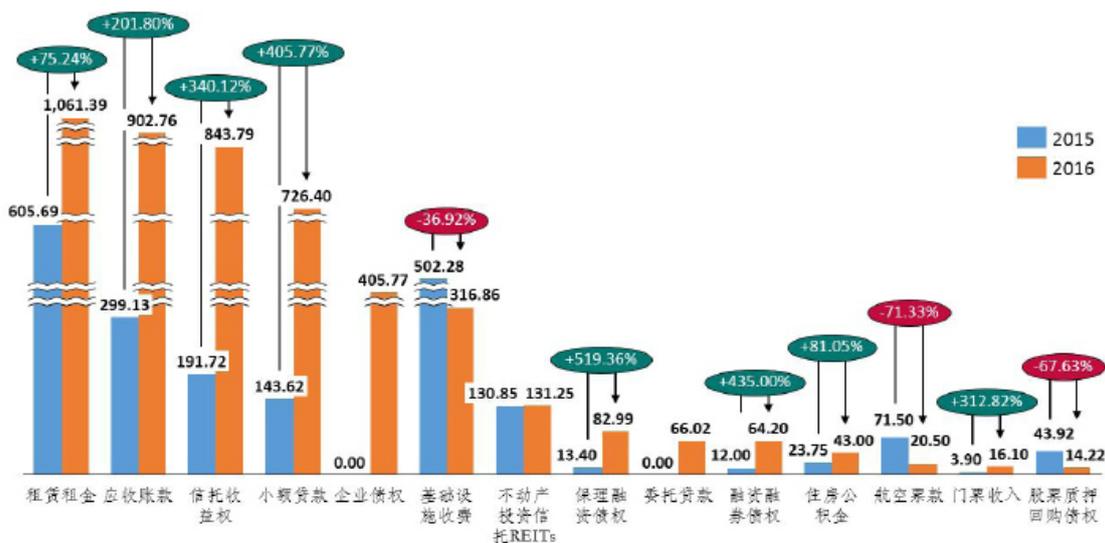
租赁资金资产支持证券发行同比减少3.43%，为企业资产支持证券几大主要产品中唯一出现负增长的产品。同时，PPP项目资产证券化进入落地阶段，网新建投庆春路隧道PPP项目等首批5期产品于3月中旬发行，规模共计35.54亿元。

整体来看，证监会主管的企业资产证券化市场基础资产种类较银监会主管的信贷资产证券化更为丰富，各类基础资产的发行规模占比也较为均衡。

企业资产支持证券各类基础资产中，小额贷款、应收账款、租赁租金、信托收益权及基础设施收费，2016年全年发行规模占比分别为15.47%、19.23%、22.61%、17.97%与6.75%；2017年一季度占比分别为24.65%、18.05%、11.72%、11.13%与8.82%。

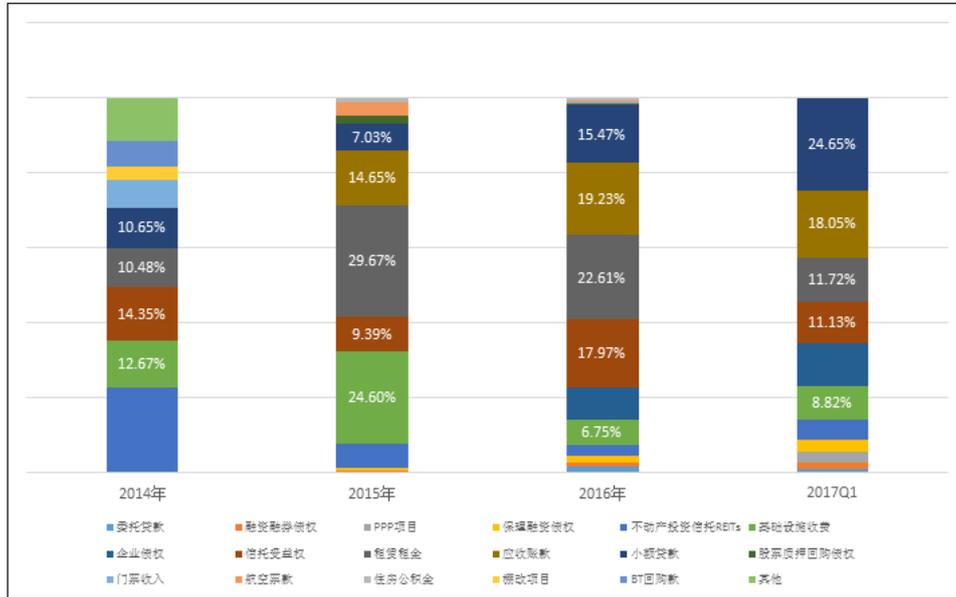
2016年以来，小额贷款支持证券发行占比明显上升，2016年占比较2015年增加8.44个百分点，2017年一季度进一步增加至24.65%；同时，基础设施收费资产支持证券占比有明显下降。

图表4 2016年企业资产支持证券按基础资产分类发行情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表5 近年来企业资产支持证券基础资产分类占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 二、原始权益人分布

从原始权益人分布来看，银监会主管的信贷资产支持证券原始权益人主要集中于国有及股份制银行，而证监会主管的企业资产支持证券的原始权益人种类较为丰富，其中小额贷款公司为原始权益人的企业资产支持证券发行规模增加较快。

从原始权益人来看，银监会信贷资产支持证券的原始权益人较证监会企业资产支持证券更为集中。2016年发行规模排名前10名的信贷资产支持证券原始权益人合计发行规模为2324.60亿元，占当年全部信贷资产支持证券的59.48%；而企业资产支持证券中，前10名原始权益人的发行规模为1575.25亿元，占当年全部信贷资产支持证券的33.55%。

具体来看，信贷资产支持证券的原始权益人涵盖政策性银行、国有及股份制银

行、城商行、农商行、公积金中心、汽车金融公司、消费金融公司与融资租赁公司等机构。从2016年全年发行规模来看，国有及股份制银行、汽车金融公司与政策性银行占据份额较大，分别为53.06%、14.35%与11.31%。

由于2016年房地产及汽车市场销售额增长迅速，参与发行住房抵押贷款资产支持证券与汽车贷款资产支持证券的住房公积金中心及汽车金融公司的发行规模增长迅速，增速分别为398.56%及150.38%。2017年一季度，国有及股份制银行在各类原始权益人中仍保持优势地位，同时随着发行规模的大幅增加，金融租赁公司与城商行的发行规模占比有明显提升。

在企业资产支持证券方面，原始权益人分布较为广泛，其中小额贷款公司与融资租赁公司发行规模较大。2016年，分别以支

图表6 信贷资产支持证券原始权益人分布情况

原始权益人	发行规模（亿元）			规模占比（%）		
	2015	2016	2017Q1	2015	2016	2017Q1
国有及股份制银行	2062.17	2073.95	396.40	50.84	53.06	51.79
汽车金融公司	224.04	560.94	89.12	5.52	14.35	11.64
政策性银行	1093.50	441.94	-	26.96	11.31	-
公积金管理中心	69.63	347.14	-	1.72	8.88	-
城商行	394.33	229.01	134.31	9.72	5.86	17.55
金融租赁公司	61.91	130.87	140.10	1.53	3.35	18.30
农商行	75.29	79.64	-	1.86	2.04	-
消费金融公司	-	45.04	-	-	1.15	-
资产管理公司	51.99	-	-	1.28	-	-
外资银行	23.48	-	-	0.58	-	-
其他	-	-	5.54	-	-	0.72

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7 近年来企业资产支持证券原始权益人分布情况

原始权益人	发行规模（亿元）			规模占比（%）		
	2015	2016	2017Q1	2015	2016	2017Q1
非金融类企业	1002.67	1182.03	371.13	49.11	25.18	31.79
融资租赁公司	618.64	1061.77	144.70	30.30	22.61	12.39
小额贷款公司	118.88	756.51	333.00	5.82	16.11	28.52
银行	139.92	545.47	80.97	6.85	11.62	6.94
信托	44.91	452.86	95.23	2.20	9.65	8.16
投资及资产管理公司	31.39	423.44	48.87	1.54	9.02	4.19
商业保理公司	13.40	165.95	83.55	0.66	3.53	7.16
证券、保险等其他金融机构	71.94	107.22	10.00	3.52	2.28	0.86

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

付宝花呗、支付宝借呗以及京东白条为主要基础资产的3家电商平台旗下小额贷款公司合计发行小额贷款资产支持证券543.00亿元，应收账款资产支持证券200.80亿元。

自2015年支付宝花呗等电商平台自营的消费信贷产品开始出现以来，整体发展十分迅猛，2016年“花呗”支付笔数超过32亿笔，同比大幅增长344%，“借呗”累计发放小额贷款超过3000亿元。2017年一季度，电商平台相关小额贷款公司的产品发行继续快速增加，使得小额贷款公司超过融资租赁公司成为一季度单一行业中发行规模最大的原始权益人。

### 三、信用级别与市场表现

#### （一）发行时级别分布

2016年以来，资产支持证券优先档级别以高信用等级为主，其中银监会主管的信贷资产支持证券优先档级别向AAA级集中，而证监会主管的企业资产支持证券优先档级别中，AA级产品的占比逐步上升。

对信贷资产支持证券而言，其优先档产品所获信用等级较企业资产支持证券较高，近年来整体信用级别呈不断上升趋势，AAA级占比不断上升、AA-级占比不断下降。2016年所有优先A档产品均获AAA级的信用评级，在所有信贷资产支持证券优先档中的支数占比为70.64%。与2015年相比，所获信用评级相对较低的企业贷款资产支持证券在2016年发行量大幅下降，而高信用评级的个人住房抵押资产支持证券等的发行量

大幅增长。2017年一季度，信贷资产支持证券总体上保持2016年的级别分布变化趋势，其中优先档AA-级的支数占比进一步缩小。

对于企业资产支持证券<sup>3</sup>而言，优先档所获信用等级整体上仍然以AAA级及AA+级的高等级产品为主。从发行支数来看，近年来AAA级、AA+级信用评级产品占比有所下降，而AA级信用评级产品占比上升比较明显。2015年企业资产支持证券优先档中AAA级与AA+级的支数占比为89.29%，而2016年下降为86.41%，2017年一季度进一步下降为83.62%。值得注意的是，2016年基础设施收费资产支持证券的信用评级下沉较为明显，所获AAA级、AA+级及AA级信用评级的比例由2015年的42.39%、52.43%及3.88%变为25.46%、62.96%及11.57%，AAA级比例明显减少。

#### （二）级别调整

2016年以来，资产支持证券级别调整以级别上调为主，其中级别上调主要集中于信贷资产支持证券，级别下调主要集中于企业资产支持证券。从调整幅度来看，超过60%为上调与下调1个子级。

2016年，共有87支优先档资产支持证券产品的信用等级被上调，7支被下调。其中，级别上调的资产支持证券产品主要集中在信贷资产支持证券，共74支；级别下调主要集中在企业资产支持证券，共6支。

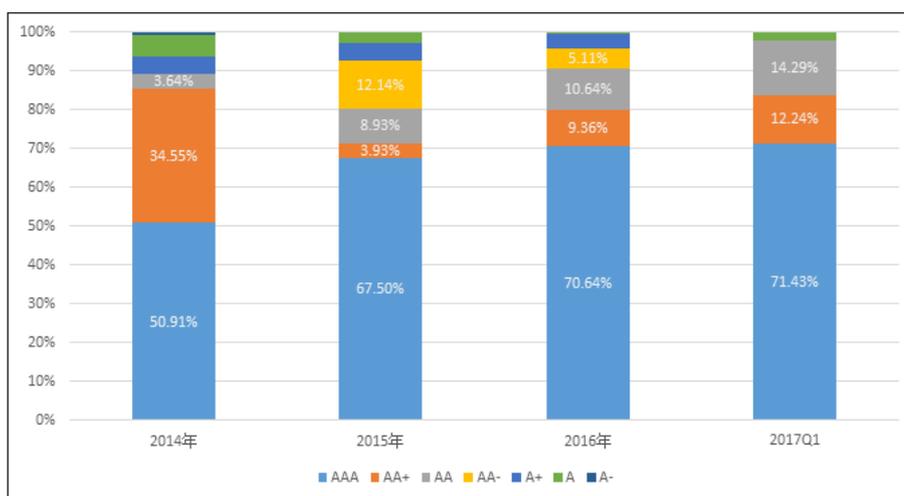
在级别上调的产品中，超过60%的产品

<sup>3</sup>企业资产支持证券仅限已披露评级信息的情况。

为上调1个子级，其中信贷资产支持证券上调幅度较大，4支上调级别最多的产品被上调了5个子级；企业资产支持证券除1支租赁资金产品被上调2个子级外，均为上调1个子级。总共13支上调级别的企业资产支持证券中有8支均为海航集团旗下两只航空公司发行的航空票款资产支持证券。

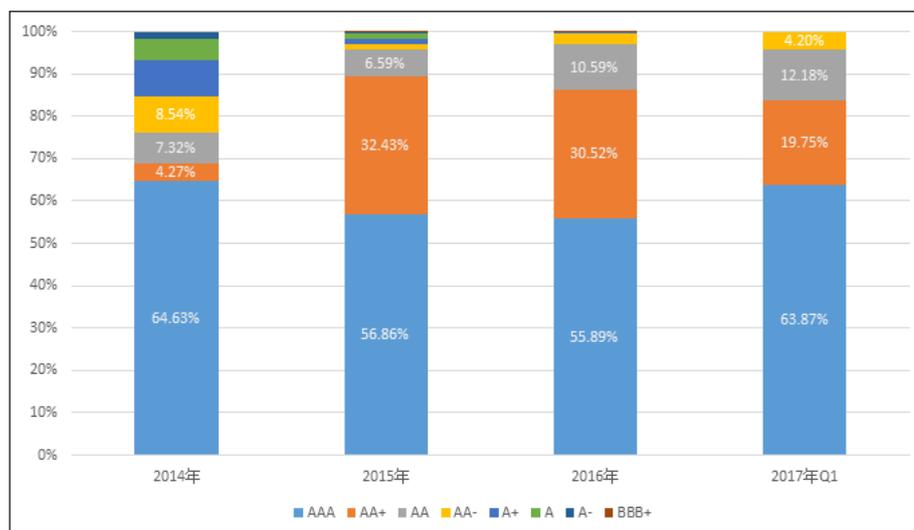
在级别下调的产品中，其中由于受渤海钢铁集团有限公司债务危机影响，联合信用将渤钢租赁资产支持专项计划优先档02、优先档03的信用级别由AAA级大幅下调至A级；其他2期产品分别涉及1支和4支优先档产品，均被下调1个子级。

图表8 近年来信贷资产支持证券优先档等级分布情况对比（按各分级支数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表9 近年来企业资产支持证券优先档等级分布情况对比（按各分级支数）



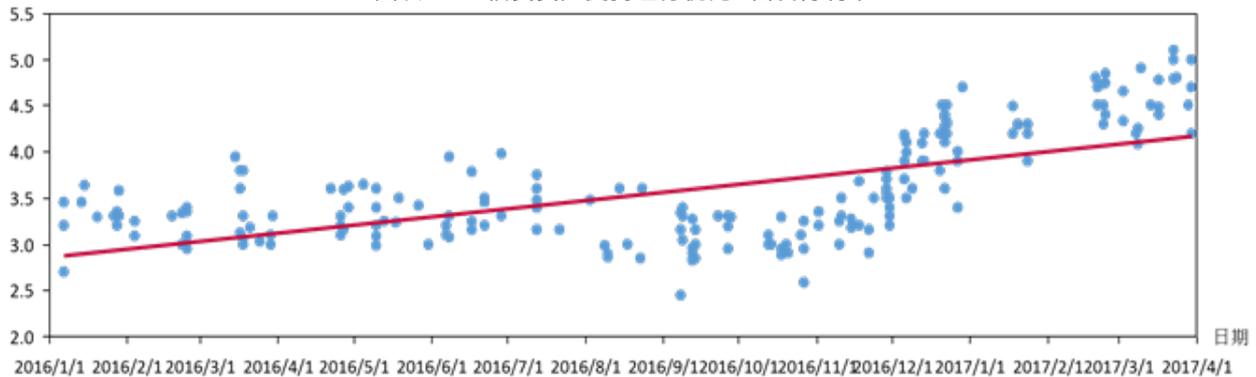
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 优先档资产支持证券级别调整情况（支，亿元，%）

产品类型 调整幅度	银监会主管资产支持证券				证监会主管资产支持证券				合计			
	发行数量		发行规模		发行数量		发行规模		发行数量		发行规模	
	支数	占比	规模	占比	支数	占比	规模	占比	支数	占比	规模	占比
下调5个子级	-	-	-	-	2	33.33	3.80	55.07	2	28.57	3.80	37.30
下调1个子级	1	100.00	3.29	100.00	4	66.67	3.10	44.93	5	71.43	6.39	62.70
上调1个子级	36	46.85	151.28	50.07	12	92.31	103.46	99.42	48	55.17	254.74	62.72
上调2个子级	16	21.62	62.95	20.84	1	7.69	0.60	0.58	17	19.54	63.55	15.65
上调3个子级	15	20.27	57.06	18.89	-	-	-	-	15	17.24	57.06	14.05
上调4个子级	3	4.05	13.99	4.63	-	-	-	-	3	3.45	13.99	3.44
上调5个子级	4	5.41	16.84	5.57	-	-	-	-	4	4.60	16.84	4.15

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11.a 信贷资产支持证券优先A档发行利率



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

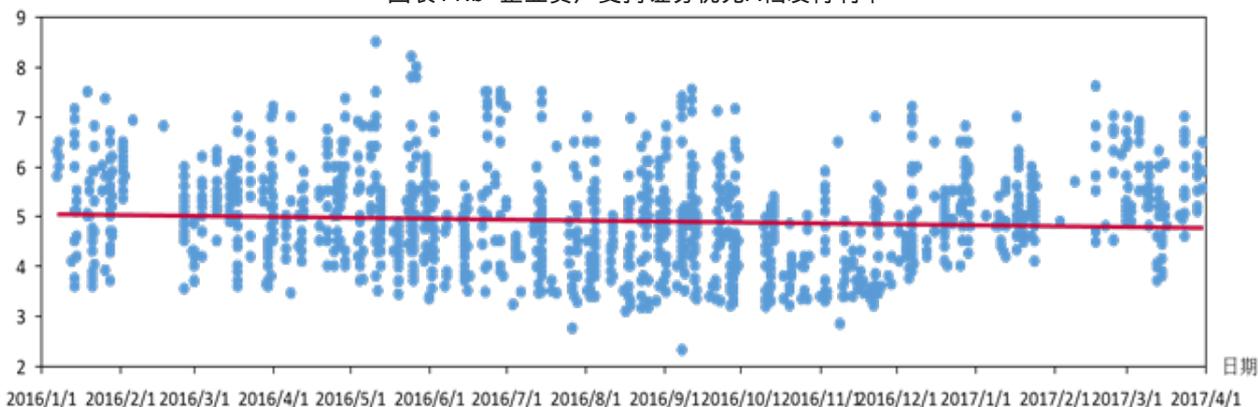
### （三）发行利率变动情况

2016年以来，信贷资产支持证券及企业资产支持证券的发行利率存在一定程度的分化，信贷资产支持证券发行利率呈现上行趋势，企业资产支持证券发行利率则整体保持稳定。

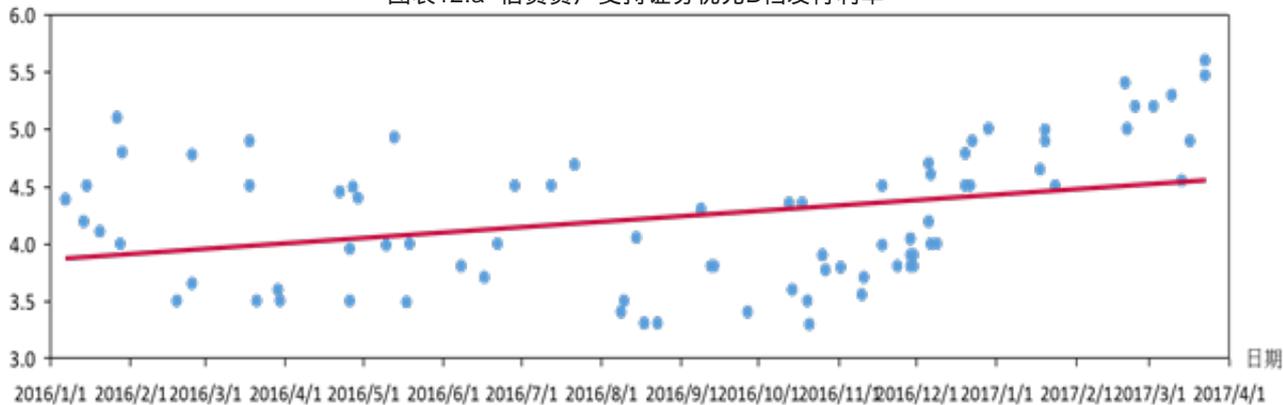
从优先A档产品来看，信贷资产支持证券全年发行利率走势整体上处于上升态势，2016年前两季度利率缓慢上升，三季度略有下降，四季度及2017年一季度伴随

着宏观经济向好及央行货币政策开始收紧，发行利率开始迅速上升。最高发行利率为5.10%，最低为2.45%。与信贷资产支持证券相比，2016年至2017年一季度企业资产支持证券优先A档产品的发行利率走势较为平稳，但波动幅度较大，这与其基础资产和原始权益人种类较为丰富的特征相符。企业资产支持证券全年最高发行利率为8.50%，最低为2.31%，整体发行利率明显高于信贷资产支持证券。

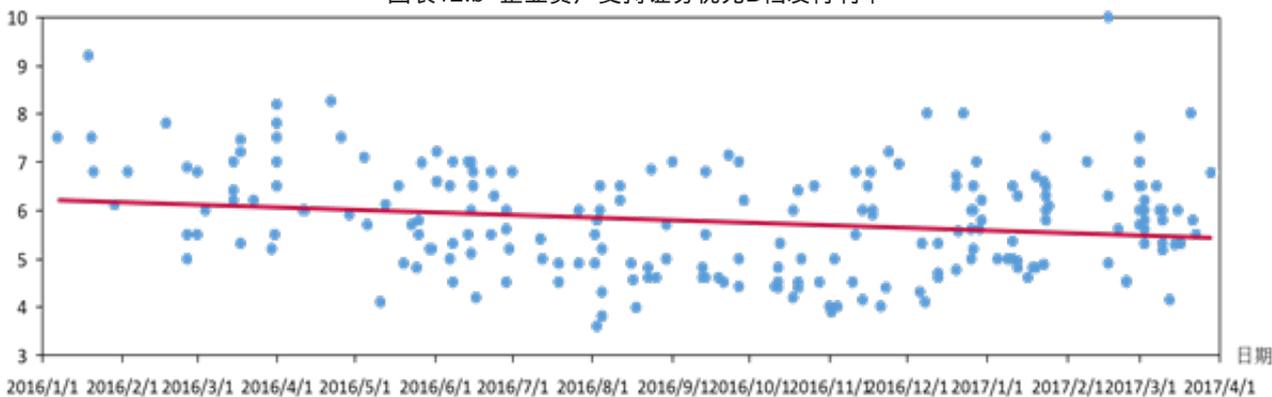
图表11.b 企业资产支持证券优先A档发行利率



图表12.a 信贷资产支持证券优先B档发行利率



图表12.b 企业资产支持证券优先B档发行利率



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从优先B档产品来看，整体发行利率较优先A档高近100bp。其中，优先B档信贷资产支持证券发行利率前期相对平稳，自2016年四季度起逐渐上升，最高发行利率为5.60%，最低为3.29%。企业资产支持证

券产品品种较为丰富，利率分布更为分散，发行利率与优先A档一样，走势较为平稳，最高发行利率为10.00%，最低为3.60%。

#### （四）信用风险事件

2016年以来，资产证券化市场信用风险开始暴露，并发生首单违约。整体来看，资产证券化市场信用风险主要是由于原始权益人信用状况恶化导致。

在规模不断扩张的同时，资产支持证券领域的信用风险也开始逐渐暴露。2016年5月29日，大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划的优先A档“14益优02”产品到期未能兑付，成为市场首单违约的资产支持证券产品。2016年9月29日，由于渤钢租赁资产支持专项计划原始权益人/差额支付承诺人渤海钢铁集团（天津）融资租赁有限公司信用质量下降，同时担保人渤海钢铁集团有限公司面临极大的债务压力，目前已由天津市政府牵头进行债务重组，担保能力存在很大不确定性，联合评级将“渤钢租

02”、“渤钢租03”信用级别由AAA级大幅下调至A级。

整体来看，目前已暴露出的资产支持证券信用风险事件集中于租赁债权与收费收益权等企业资产支持证券，受原始权益人行业、区域信用环境等因素影响较大。对于上述类型的资产支持证券而言，由于基础资产依附于单一经济实体或实物资产，原始权益人的信用状况恶化将直接影响到基础资产未来现金流情况，从而导致内部增信措施的有效性下降。

#### 四、市场监管政策

在供给侧改革全面推进的背景下，2016年各监管机构加大了对资产支持证券产品创新的支持力度。同时，随着资产证券化市场的发展，各监管机构加强了对资产支

图表13 2016年资产支持证券领域主要信用风险事件

涉及证券	时间	基础资产类型	事件
14益优02	5月29日	桥梁通行费收费权	于到期日未发布兑付公告
永利热电ABS	8月23日	供热供电收费权	供热资产收入大幅下降，现金流压力测试无法保证优先档的偿付，级别由AA+下调至AA
南方水泥租赁ABS	9月20日	租赁债权	计划管理人在原始权益人/资产服务机构量通租赁涉诉后将资产服务机构解任，专项计划面临触发加速清偿的可能
渤钢租赁ABS	9月29日	租赁债权	原始权益人/差额支付承诺人信用状况下降，担保人债务重组，担保能力存在较大不确定性，级别由AAA下调至A
庆汇租赁ABS	10月9日	租赁债权	9月29日，东北特钢进入破产重整程序，导致承租客户大连特钢、担保人北满特钢（皆为东北特钢子公司）履约能力受到较大影响

数据来源：新世纪评级整理

持证券的业务规范与风险管理要求。

### （一）推动创新产品发展

在中央政策号召与市场需求推动之下，2016年各监管部门出台了一系列政策措施与说明文件，鼓励并推动资产支持证券领域的产品创新发行。

不良资产证券化重启。2016年1月中旬银监会在工作会议中强调，银行业应加强市场化、多元化、综合化处理不良资产的能力，并在时隔8年之后重启不良资产证券化和不良资产收益权转让试点。首批划定了6家不良贷款资产证券化试点机构，共计发行14支不良贷款资产支持证券产品，进一步拓宽了商业银行处置不良资产的能力。

住房租赁市场资产证券化。6月3日，国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，提出支持符合条件的住房租赁企业发行不动产证券化产品，并稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

绿色资产证券化。在企业资产支持证券方面，证监会于5月发布《资产证券化监管问答》，明确将鼓励绿色环保产业相关项目通过资产证券化进行融资；在信贷资产支持证券方面，8月31日，人民银行等七部委印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》，明确提出通过进一步扩大参与机构范围，规范绿色信贷基础资产遴选，探索高效、低成本抵质押权变更登记方式，提升绿色信贷资产证券化市场流动性，加强相关信息披露管理等举措，推动绿色信贷资产证券化业务常态化发展。截至2016年末，共有4期带有绿色认证的资产支持证券发行，其中包括信贷

资产支持证券1期，收费权类资产支持证券3期。

PPP资产证券化。12月26日，国家发改委和证监会联合发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，明确了适合资产证券化的PPP项目应具备的四项条件，提出通过优化政策和监管来积极支持PPP项目资产证券化，并要求各省级发改委于2017年2月17日前上报1-3个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域PPP项目。2017年3月10日，首批PPP资产证券化项目已正式落地，首批项目的迅速落地体现了监管层对PPP资产证券化的重视，未来PPP资产证券化项目预计将迎来迅速发展。

ABN产品结构创新。12月12日，交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，ABN在保留“特定目的账户+应收账款质押”的既有操作模式下，在交易结构中可引入特定目的载体（SPV）。

CDS正式推出。针对目前债券市场信用风险持续暴露、违约事件频繁发生的情况，交易商协会于2016年9月23日发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套业务指引文件，第一次在中国正式推出了CDS，这有利于提高债券市场风险定价能力、降低对冲交易风险以及提高债券市场流动性。

### （二）加强业务规范与风险管理

加强信息披露。交易商协会于4月19日和5月11日分别发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程（征求意见稿

稿)》。10月14日,根据中国人民银行公告(2015)第7号文件要求及相关法律法规规定,交易商协会发布《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》,指出受托机构、发起机构及为证券化提供服务的机构应根据本指引及相关表格体系要求,在注册环节、发行环节及存续期充分披露小微企业贷款资产支持证券相关信息。文件的发布进一步规范了信贷资产证券化业务信息披露的操作准则,有利于提升市场信息透明度,促进信贷资产证券化市场健康有序发展。

规范基础资产类型。5月13日,证监会发布《资产证券化监管问答(一)》,对在交易所资产证券化业务发展过程中可能遇到的问题进行了解答。此次监管问答共有5个问题,主要涉及收益权类、受益权类以及租赁债权类业务。具体而言,对可进行证券化的“收益权”类资产范围进行了明确,同时要求管理人加强尽职调查和核查能力、加强现金流账户控制、提高信息披露水平,强调要依据穿透原则审视底层资产,对无底层现金流的基础资产不得进行证券化。

## 五、市场展望

在政策的大力支持下,资产支持证券市场预计将继续保持高速发展趋势。作为盘活企业存量资产,有效降低企业杠杆的金融工具,在供给侧结构性改革不断深化的大背景下,资产证券化市场预计将获得更多的政策支持,助力资产支持证券市场的健康发展,PPP项目资产证券化及绿色资产证券化等新产品的发展将迎来更大的机遇。

但是,随着资产证券化的深入推进,原始权益人信用资质差异逐渐扩大,基础资

产类型愈发丰富,对管理人提出了更高的挑战。在资产证券化市场爆发式增长的情况下,全流程风险识别管理与信息披露的及时性、完整性仍有待加强,对基础资产、原始权益人与交易主体的管理尚待进一步规范。此外,随着CDS产品的推出,2017年CDS市场将步入发展与规范阶段,如何合理运用信用风险缓释工具、有效对冲市场风险将成为风险管理方面的着眼点。

附录1：2016年优先档资产支持证券按基础资产分类的信用等级分布情况（单位：支，亿元）

基础资产	AAA		AA+		AA		AA-		A+		A及以下	
	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模
信贷资产支持证券												
企业贷款	60	1116.42	11	33.04	11	35.91	10	35.08	8	21.51	-	-
个人住房抵押贷款	41	1267.47	2	0.98	4	6.80	-	-	-	-	-	-
汽车贷款	30	510.44	3	6.37	6	11.64	2	2.46	1	1.57	-	-
不良贷款	14	111.76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
租赁资产	9	105.14	3	5.53	-	-	-	-	-	-	-	-
信用卡贷款	3	91.24	1	3.17	1	6.90	-	-	-	-	-	-
消费性贷款	9	75.15	2	3.80	3	4.95	-	-	-	-	1	0.71
企业资产支持证券												
租赁租金	367	698.53	121	96.52	69	84.79	-	-	1	0.2	-	-
应收账款	141	669.72	89	100.96	8	13.62	13	15.82	1	1.20	-	-
信托收益权	98	239.65	57	163.75	20	66.28	1	7.78	1	0.25	3	11.27
小额贷款	52	514.65	8	31.15	15	39.77	21	30.68	-	-	-	-
企业债权	25	165.46	5	35.30	3	17.68	-	-	-	-	-	-
基础设施收费	55	74.61	136	111.31	25	17.27	-	-	-	-	-	-
不动产投资信托 REITs	8	64.15	4	22.15	3	20.58	-	-	-	-	-	-
保理融资债权	23	58.61	12	12.73	3	7.69	-	-	-	-	-	-
委托贷款	10	39.34	1	8.00	3	11.89	1	0.60	-	-	-	-
融资融券债券	4	35.75	1	2.25	3	19.00	-	-	-	-	-	-
住房公积金	4	40.85	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
航空票款	3	20.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
门票收入	8	7.20	4	8.00	-	-	-	-	-	-	-	-
股票质押回购债权	4	9.52	-	-	-	-	1	0.69	-	-	-	-

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

附录2：2017年一季度优先档资产支持证券按基础资产分类的信用等级分布情况（单位：支，亿元）

基础资产	AAA		AA+		AA		AA-		A+		A及以下	
	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模	支数	规模
信贷资产支持证券												
企业贷款	12	242.71	2	4.80	5	17.52	-	-	-	-	-	-
个人住房抵押贷款	5	173.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
汽车贷款	6	89.33	2	2.25	-	-	-	-	-	-	-	-
不良贷款	2	5.62	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
租赁资产	8	112.83	3	6.40	-	-	-	-	-	-	-	-
商业地产抵押贷款	1	3.30	1	2.24	-	-	-	-	-	-	-	-
消费性贷款	1	8.80	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0.40
企业资产支持证券												
租赁租金	33	78.50	9	5.83	8	10.06	-	-	-	-	-	-
应收账款	13	90.50	4	32.32	2	25.86	4	2.64	-	-	-	-
信托收益权	12	19.65	1	2.15	3	7.15			-	-	-	-
小额贷款	11	234.95	1	5.52	6	13.84	6	12.58	-	-	-	-
企业债权	3	74.42			2	12.30			-	-	-	-
基础设施收费	30	55.95	28	44.32	5	1.55			-	-	-	-
不动产投资信托 REITs	4	43.00	-	-	-	-	1	8.50	-	-	-	-
保理融资债权	8	14.45	3	20.05	2	4.25	-	-	-	-	-	-
融资融券债券	1	9.10	1	0.80	-	-	-	-	-	-	-	-
PPP项目	31	25.70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

附录3：2016年以来资产支持证券市场主要政策动态梳理

监管部门	发布日期	内容
银监会	1月11日	银行业市场化、多元化、综合化处置不良资产的能力，开展不良资产证券化和不良资产收益权转让试点
央行、发改委、财政部、银监会等八部委	2月14日	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出要加大工业企业直接融资的支持力度，进一步推进住房和汽车贷款资产证券化、不良资产证券化等信贷资产证券化以及应收账款证券化等企业资产证券化业务发展，盘活工业企业存量资产
保监会	3月9日	关于修改《保险资金运用管理暂行办法》的决定（征求意见稿），进一步将允许保险资金投资于资产证券化产品
交易商协会	4月19日	《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》及其配套的表格体系，强化不良贷款资产证券化业务的信息披露，增强市场透明度
证监会	5月13日	发布《资产证券化监管问答（一）》，界定了公共产品收费类项目、绿色项目和PPP项目可资产证券化的范围，阐述了单一信托受益权和融资租赁债权资产证券化在基础资产、管理人尽调等方面的关注要点
国务院办公厅	6月3日	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，支持符合条件的住房租赁企业发行不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点
深交所	8月23日	发布资产证券化业务问答修订版，文件主要根据资产证券化业务特点，新增（1）在深交所挂牌条件确认和挂牌申请核对具体流程、相关申请文件模板；（2）相关参与方涉及过剩产能行业、房地产行业的信息披露要求；（3）基础资产现金流来源于物业服务费收入、多笔信托受益权的关注要点三方面内容
交易商协会	9月23日	《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套业务指引文件，第一次在中国正式推出了CDS
国务院	10月10日	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出要按照“真实出售、破产隔离”原则，积极开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。推动银行不良资产证券化
上交所	10月28日	《上海证券交易所资产证券化业务指南》的修订，此次修订的内容主要围绕ABS的挂牌转让流程的完善，增加特殊情形处理，明确多期、分期、同类项目申报要求，增加发行前备案程序，调整申请材料清单要求，添加附件模板，增加管理人和律师尽职调查内容要求，优化登记与挂牌流程，调整存续期信息披露条款等共计9项内容
交易商协会	12月12日	《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，ABN在保留“特定目的账户+应收账款质押”的既有操作模式下，在交易结构中可引入特定目的载体（SPV）；明确发起机构、发行载体、主承销商、资产服务机构等业务参与各方的权利与义务，进一步规范业务操作流程；将企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利纳入ABN基础资产范围，丰富合格基础资产类型
发改委、证监会	12月26日	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，明确了重点推动的四类资产证券化PPP项目的范围和标准；规定了国家及各省级发改委和证监会加强沟通协作，推动PPP项目资产证券化稳定运营的工作机制；对做好PPP项目资产证券化审核、风控体系建设、中介机构参与等配套工作提出了要求，并要求明确各省发展改革委员会于2017年2月17日前，推荐1-3个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域PPP项目

数据来源：新世纪评级整理

# PPP项目资产证券化再迎政策红利

■ 黄田/文

PPP项目资产证券化作为连接PPP项目和资本市场的重要桥梁，在完善PPP退出机制、拓宽PPP项目融资渠道和提高PPP投资方的流动性等方面发挥着重要作用。6月19日，财政部联合中国人民银行、证监会发布了《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金[2017]55号，以下简称“55号文”），从基础资产类型、项目筛选要求、重点支持领域和监管等多个方面对PPP资产证券化作出安排，是继2016年12月26日发改委联合证监会发布《关于推进传统基础设施领域PPP项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资[2016]2698号，以下简称“2698号文”）后又一支持和规范PPP项目资产证券化的重大纲领性文件。目前，我国PPP项目入库数量庞大，落地率不断提高，在政策红利推动下，PPP项目资产证券化的未来发展空间可期。

## 一、PPP项目资产证券化再迎利好

2016年12月，发改委2698号文的发布开启了我国PPP项目资产证券化的序幕，而此次55号文明确和拓宽了PPP项目资产证券化基础资产的范围以及重点支持方向，表明政府对于PPP项目资产证券化的支持力度进一步加大。同时，55号文中也对PPP项目资产证券化的监管提出要求，为PPP项目资产证券化平稳、有序发展奠定制度基础。

55号文中明确规定了三类基础资产可开展PPP项目资产证券化，分别为：项目公司的收益权、债权；项目公司股东的股权；项目公司其他相关主体的债权、收益权。从规定中可以看出，财政部等部委鼓励项目公司及其他相关主体开展资产证券化，由于PPP项目周期长，为项目提供融资的投资人面临

一定的资产流动性压力，将资产证券化的主体拓宽至项目公司股东及其他相关主体可帮助其提高资产流动性或实现退出；此外，由于目前PPP项目资产证券化均以收益权作为基础资产，以股东的股权作为基础资产开展资产证券化是此次财政部PPP项目资产证券化的另一创新。

55号文对PPP项目的筛选要求相对宽松。从发起人来看，没有提出特别严苛的要求。项目公司、项目公司的股东作为发起人（原始权益人）申请通过发行主管部门绿色通道受理的，项目才需满足特定条件。从运营期限要求来看，并非所有PPP项目均需满足2年运营期要求，鼓励部分在建设期的项目对未来的收益权进行证券化，将项目公司发行资产证券化产品的条件放开到“建设

期”，缓解了PPP项目承建方前期融资难的问题，也为未来PPP资产证券化的金融产品创新留下了空间。

55号文对优先支持的PPP资产证券化项目做出了明确安排。优先支持水务、环境保护、交通运输等公共服务行业；优先支持政府偿付能力较好、信用水平较高，并严格履行PPP项目财政管理要求的地区；重点支持符合雄安新区和京津冀协同发展、“一带一路”、长江经济带等国家战略的PPP项目；鼓励作为项目公司控股股东的行业龙头企业开展资产证券化。

在以上四类可获得优先推荐的PPP项目中，环保行业作为国内最早推行PPP模式的行业之一，拥有众多优质的符合PPP项目资产证券化条件的项目，且在国家首批落地的PPP资产证券化产品中占据接近一半席位，加之政策利好，未来有望充分受益。此外，与国家长期发展战略相关的PPP项目亦是重点支持领域之一，未来也将获得巨大的发展

空间。

强化监管是此次发文的另一大重点。其中，风险隔离作为实施资产证券化中的重要一环，55号文明确不得通过资产证券化改变控股股东对PPP项目公司的实际控制权和项目运营责任，实现变相“退出”，影响公共服务供给的持续性和稳定性。此外，为了防止以PPP资产证券化名义变相融资，增加地方政府隐性债务，55号文指出不得将资产证券化产品的偿付责任转嫁给政府或公众，并影响公共服务的持续稳定供给。

## 二、PPP项目资产证券化发行情况

55号文的发布距PPP项目资产证券化启动6个月，距首批PPP资产证券化项目落地仅3个月，表明了我国政府对PPP项目资产证券化加速推进的决心。Wind数据显示，截至目前，已经成功发行的PPP项目资产证券化产品共有五单，发行规模合计35.54亿元，发行利率从3.70%到4.89%，基础资产

图表1 PPP项目资产证券化产品概况

落地项目	发行总额 (亿元)	优先级规模 (亿元)	发行利率 (%)	基础资产	优先级信用等级	上市时间	发行地点
广发恒进-广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划	3.20	3.00	4.15	污水处理收益权	AAA	2017/4/7	深交所
中信证券-首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划	5.30	5.00	3.70	污水处理收益权	AAA	2017/4/11	上交所
华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划	7.06	6.70	3.90	供热收费收益权	AAA	2017/3/31	上交所
中信建投-网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划	11.58	11.00	4.05	隧道专营权合同债权	AAA	2017/3/28	上交所
太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划	8.40	未披露	4.89	污水处理收益权	未披露	2017/3/20	机构间私募产品报价与服务系统

资料来源：Wind，新世纪评级整理

均为公共服务类PPP项目。此外，“富诚海富通-浦发银行PPP项目资产支持专项计划”已于5月24日获得上海证券交易所的无异议函，成为交易所审批通过的首单财政部PPP项目库的资产证券化产品。

### 三、PPP项目入库情况

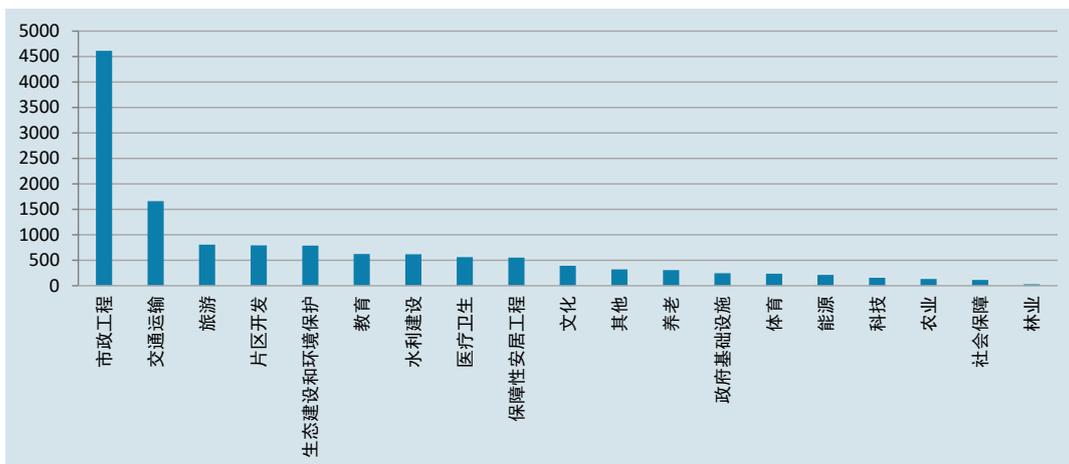
财政部全国PPP综合信息平台数据显示，截至2017年5月末，全国PPP入库项目达13132个，同比增长51.38%，累计入库

项目金额15.84万亿元，同比增长59.34%。截至2017年3月末，全国入库的PPP项目中已签约落地项目共计1729个，较2016年末净增378个；项目总投资额2.9万亿元，较上年末净增6369亿元，落地率34.5%。PPP项目作为PPP项目资产证券化的前提和基础，其总投资额的不断增加及落地率的提高为PPP项目资产证券化的发展带来了巨大的空间。与此同时，财政部、发改委等部委对PPP项目资产证券化的利好政策也缓解了

图表2 2016年以来PPP项目入库情况



图表3 截至2017年5月末入库项目行业分布 (单位: 个)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

PPP项目融资难的问题，在PPP项目资产证券化产品不断落地的推动下，PPP项目落地率亦有望继续提升。

从行业分布来看，截至2017年5月末，入库项目中市政工程和交通运输两大行业仍居前两位，合计占入库项目总数的48%；此外，旅游、片区开发、生态建设和环境保护等行业的项目入库数量相当，分别占入库项目总数的6.14%、6.02%和6.00%。值得关注的是，55号文对环境保护类PPP资产证券化项目予以优先支持，未来将会进一步促进该行业PPP项目入库数量的增加和落地率的增长。

#### 四、PPP项目资产证券化发展展望

PPP模式自2015年推出至今，在财政部、发改委等多个部委的支持下迅速发展，但PPP项目建设周期较长、项目公司融资成本高、现阶段通过股权发行和债券融资存在较大的现实难度等问题也逐步显现。

资产证券化作为PPP领域重要融资方式之一，具有盘活存量资产、完善PPP退出机制、拓宽PPP项目融资渠道和增强PPP项目投资方的流动性等重要作用，因此仍将继续获得财政部、发改委和证监会等政府部门的高度重视和大力支持。

2017年是我国供给侧结构性改革的深化之年，提升公共服务的供给能力是改革清单中的一项重要内容，配合重大国家战略开展PPP项目资产证券化能有效促进PPP项目健康发展，并取得良好的社会效益。未来随着PPP项目资产证券化政策体系的不断健全，PPP模式将迎来更广阔的发展空间。

在政策红利带来PPP项目资产证券化大发展的同时，未来需要继续保持对PPP资产证券化的严格监管。防控风险是PPP项目资产证券化的关键环节，建立PPP项目资产证券化的风险防范机制、违约处置机制和市场化增信机制，确保PPP项目信息披露公开透明，才能有效降低PPP项目资产证券化的信用风险。

# 我国PPP项目资产证券化发展展望

■ 王力 / 文

2016年12月26日，发改委联合证监会发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资[2016]2698号）（以下简称“《通知》”），拉开了我国PPP项目资产证券化的序幕。

PPP项目资产证券化，是指以PPP项目未来所产生的现金流为基础资产的结构化产品。其中，PPP（Public-Private-Partnership）模式<sup>1</sup>，指的是政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，明确责任权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，保证社会资本获得合理收益。

资产证券化，指的是以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过设立特殊目的载体，采用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。PPP项目资产证券化对盘活PPP项目存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与PPP项目建设具有重要意义。

## 一、PPP项目资产证券化的发展现状

### （一）PPP项目资产证券化推进情况

作为连接PPP项目和资本市场的重要桥梁，PPP项目资产证券化可拓宽PPP项目融资渠道，并为社会资本退出指明新方向，受到发改委、证监会的高度重视，在过去的几个月内取得了突破性进展。

2016年12月26日，发改委联合证监会发布《通知》，标志着我国PPP项目资产证券化的开启；2017年1月9日和2017年1月17日，发改委、证监会和基金业协会在北京先后举办PPP项目资产证券化座谈会和PPP项目资产证券化业务专题培训，为PPP项目资产证券化落地做准备；2017年2月8日，

<sup>1</sup>PPP模式目前没有统一定义，本文采用的是国务院办公厅转发财政部发展改革委人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》（国办发〔2015〕42号）中的定义。

证监会对《关于实施PPP项目资产证券化的建议》进行了答复，表示将与发改委加强合作，并建立绿色通道促进首批PPP项目资产证券化产品落地；2017年3月10日，上交所发布公告称首批传统基础设施领域PPP项目证券化正式落地。

PPP项目资产证券化从开启到落地，前后不到3个月时间，发改委、证监会和基金业协会通力合作，使得PPP项目资产证券化有了一个良好的开端。

首批落地的传统基础设施领域PPP项目证券化产品共有四单，基础资产均为公共事业类PPP项目。四个产品均采用了优先/次级的分层结构，优先级均已通过合格投资者完成资金募集，次级为原始权益人自行持有。优先级信用等级均为AAA级，四个产品发行规模合计27.14亿元，优先级发行利率从3.70%到4.15%，其中三个在上交所发行上市，一个在深交所发行上市。

## （二）PPP项目资产证券化的相关政策

2016年12月26日，发改委证监会联合

印发《通知》，这是国务院有关部门首次正式启动PPP项目资产证券化。《通知》明确了PPP项目资产证券化的范围和标准，并对后期推进PPP项目资产证券化工作进行了详细部署。但是，PPP项目资产证券化并非首次提出，在此前发布的相关政策中，多次提到PPP项目资产证券化，这些政策文件的发布为PPP项目资产证券化的顺利进行打下了基础。

2014年9月21日，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）（以下简称“43号文”），43号文在提出加强地方政府性债务管理，剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务的同时，要求推广使用政府与社会资本合作模式，投资者或特别目的公司可以通过资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。

其后，2014年11月16日国务院印发的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（国发[2014]60号）、2015年4月25日发改委和财政部等六部委联合发

图表1 首批落地PPP项目资产证券化产品概况

落地项目	产品规模 (元)	优先级规模 (元)	基础资产	优先级信用等级	上市时间	发行地点
中信证券-首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划	5.3亿	5亿	污水处理收益权	AAA		上交所
华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划	7.06亿	6.7亿	供热收费收益权	AAA		上交所
中信建投-网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划	11.58亿	11亿	隧道专营权合同债权	AAA		上交所
广发恒进-广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划	3.2亿	3亿	污水处理收益权	AAA	2017.4.7	深交所

资料来源：新世纪评级整理

布的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（第25号令）、2015年5月5日交通运输部发布的《关于深化交通运输设施投融资改革的指导意见》（交财审发[2015]67号）和2015年8月10日银监会《关于银行业支持重点领域重大工程建设的指导意见》（银监发〔2015〕43号）等政策文件中，分别提出在PPP项目领域“大力发展资产支持计划等融资工具”“鼓励特许经营项目公司进行结构化融资”，“特别目的公司可以通过资产证券化的市场化方式举债”，“积极推进资产证券化，盘活重大项目信贷资产，针对PPP项目的特点，创新金融服务，拓展重大工程建设的融资渠道和方式”。

2016年8月30日，发改委发布的《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资[2016]1744号）则称得上发改委开启PPP项目资产证券化的前奏。它明确提出：“要构建多元化退出机制，推动PPP项目与资本市场深化发展相结合，依托各类产权、股权交易市场，通过股权转让、资产证券化等方式，丰富PPP项目投资退出渠道。”

此外，在资产证券化相关的政策文件中，2014年12月24日，证券投资基金业协会发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，将在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴排除在负面清单之外，表明PPP项目中政府对社会资本支付的付费和补贴款项可以进行资产证券化。而2016年5月13日，证监会发布的《资产证券化监管问答（一）》则提出可以开展资产证券化的PPP项目的范围：“原则上需为纳入财政部PPP示范项目名单、国家发展改革委PPP推介项目库或财政部公布的PPP项目库的项目。PPP项目现金流可来源于有明确依据的政府付费、使用者付费、政府补贴等。其中涉及的政府支出或补贴应当纳入年度预算、中期财政规划。”

## 二、PPP模式在我国的发展

### （一）PPP模式在我国的发展历程

PPP模式在我国的发展历程，大致可以分为探索、试点、推广、调整和快速发展五个阶段。

图表2 PPP模式在中国的发展历程

阶段	时间	理论背景	现实背景	参与资本	典型案例
探索	1984-1992年	改革开放	对外开放吸引外资	外资企业	深圳沙角B电厂
试点	1993-2002年	建设社会主义市场经济体制	分税制改革	外资企业	广西来宾B电厂
推广	2003-2007年	放宽非公有制资本准入限制	经济持续高速增长	民营企业	北京地铁4号线、国家体育场
调整	2008-2013年	中国模式	金融危机、四万亿计划	国有企业	江西峡江水利枢纽工程项目
快速发展	2014年至今	市场在资源配置中起决定性作用	经济新常态	社会资本	北京地铁16号线

资料来源：新世纪评级整理

### 1. 探索阶段（1984-1992年）

在此阶段，PPP模式以外资参与的BOT模式为主。随着我国改革开放政策的实施，吸引外资参与我国建设逐步成为现实。1986年，国务院颁布《关于鼓励外商投资的规定》，其中部分外资便采用BOT模式进入我国基础设施建设领域。1984年，深圳经济特区电力开发与香港合和电力（中国）有限公司采取合作经营方式建设沙角B电厂，项目采取BOT模式，于1988年4月正式投入商业运营。深圳沙角B电厂项目是我国第一个实际意义上的BOT项目，也是我国第一个具有现代意义的PPP项目，以此为起点，中国开始逐渐探索PPP模式在基础设施等领域的应用。

### 2. 试点阶段（1993-2002年）

1993年后，PPP模式在基础设施建设中的作用逐渐被政府关注，并开始进行试点。1992年末，我国确立了“社会主义市场经济体制”的改革目标，1994年，我国实行了分税制改革。前者使得在基础设施建设中实行PPP模式成为可能，后者则在基础设施建设领域为PPP模式创造了一定的需求空间。1995年，原国家计委选择了广西来宾B电厂、成都第六水厂、广东电白高速公路等五个BOT项目进行试点。同年8月，原国家计委、原电力部、原交通部联合下发了《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》，为试点项目提供政策依据。

### 3. 推广阶段（2003-2007年）

在此期间，我国经济经历了一段持续高速的发展，也带来了巨额基础设施投资缺口，PPP模式作为民间资本进入基础

设施领域的重要途径，开始被政府大力推广。同时，我国放宽了非公有制资本准入限制，2002年原建设部发布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》（建城[2002]272号），“鼓励社会资本、外国资本以多种形式参与市政公用设施的建设”；2003年党的十三届三中全会上明确提出“放宽市场准入，允许非公有资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域。”这在很大程度上推进了各地市政公用领域PPP模式的发展，这一时期外资和民营资本较大规模的参与市政公用基础设施的建设，如北京地铁4号线和国家体育场均引入了社会资本，以特许经营的方式建设运营。

### 4. 调整阶段（2008-2013年）

2008年到2013年，我国PPP模式发展经历了一段调整时期。2008年全球金融危机后，我国实行了四万亿经济计划。2009年3月，央行和银监会联合提出：“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”地方政府组建的投融资平台开始大规模进行基础设施建设，国有企业逐步取代民营企业，成为PPP模式中代表社会资本的一方。例如，2010年开始建设的江西峡江水利枢纽工程，即由中央国企中国电力投资集团公司江西分公司和地方国企江西省水利投资集团公司合作以PPP模式建设。

### 5. 快速发展阶段（2014年至今）

2014年以来，我国PPP模式进入了快速发展阶段。党的十八届三中全会提出，

“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，随后我国开始全面统筹推进PPP改革，在这一阶段，中国政府出台了許多规范PPP发展的政策文件。

2015年5月19日，国务院办公厅转发财政部、发改委和人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》（国办发〔2015〕42号）（以下简称“42号文”），大力推广PPP模式，42号文明确了要在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等公共服务领域，广泛采用政府和社会资本合作模式，将PPP模式提升到了前所未有的战略高度，PPP模式在我国进入了快速发展阶段。

随着我国经济发展进入新常态，城镇化改革、财税体制改革和土地制度改革深入推进，原来完全由政府主导的基础设施投融资模式的供给能力进一步受到约束，PPP模式成为我国政府投融资改革的重要方向。

首先，城镇化进程带来了庞大的公共服务基础设施建设投资需求，财政部预计，2015~2020年城镇化带来的公共基础设施投资需求高达42万亿元。

其次，财税体制改革和土地制度改革厘清了市场与政府关系、规范了地方政府投融资行为，新预算法要求地方政府全部收支将纳入预算管理，43号文则提出加强地方政府债务管理，规范融资平台融资行为，地方政府预算约束趋紧，基础设施供给能力趋于下降。PPP模式，将社会资本引入了公共服务基础设施建设，不但能提高公共服务基础设施建设的供给效率，还能缓解地方政府债

务压力，实现政府投融资制度变革，提升政府投融资效益，在经济新常态背景下，PPP模式已成为稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险的重要抓手。

## （二）PPP模式在我国的发展现状

目前我国PPP模式的推广工作由财政部和发改委负责，其中财政部统筹推进公共服务领域深化PPP改革工作，发改委统筹负责基础设施领域的PPP推进工作。在财政部和发改委的支持推动下，近年来我国PPP模式取得了快速的发展。

### 1. 全国PPP项目入库情况

自2016年以来，全国PPP入库项目和落地项目均呈逐月持续稳步上升态势。截至2017年2月末，全国PPP入库项目11,784个，同比增长65.74%，入库项目投资总额合计13.94万亿元，同比增长67.95%。截至2016年末，全国入库PPP项目中已签约落地1,351个，落地率31.6%。

从入库项目区域分布来看，项目地区集中度较高。截至2017年2月末入库项目数方面，贵州、山东、新疆、内蒙古、四川位居前五名，分别为1,794个、1,058个、940个、898个和863个，合计占入库项目总数的47.12%。截至2016年末，入库项目投资方面，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为16,034亿元、12,229亿元、10,302亿元、9,538亿元、9,180亿元，合计占入库项目总投资的42.4%。

从入库项目行业分布来看，市政工程和交通运输行业的PPP入库项目最多。截至2017年2月末，市政工程、交通运输、城镇

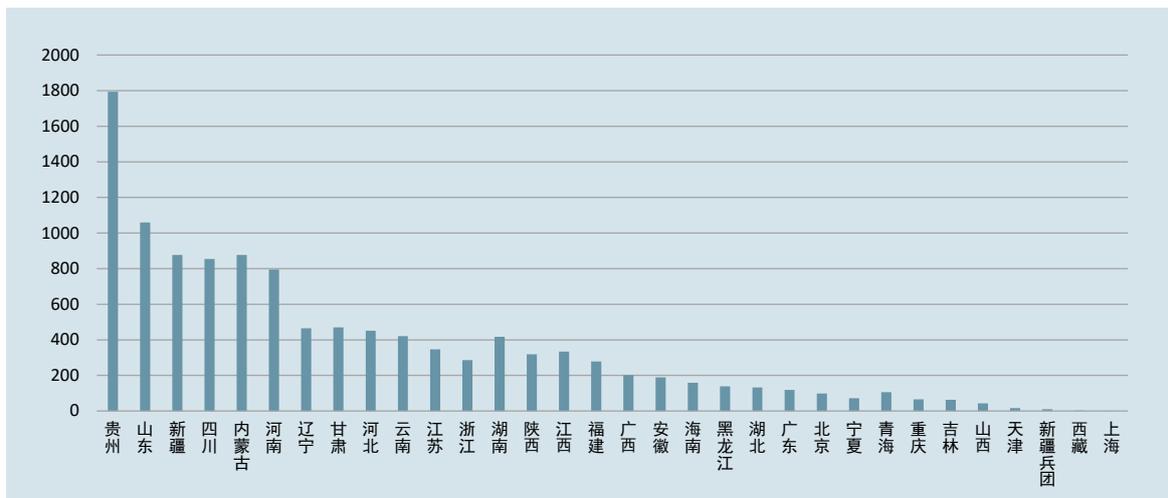
图表3 2016年以来PPP入库项目变化情况



图表4 2016年以来PPP入库项目落地情况

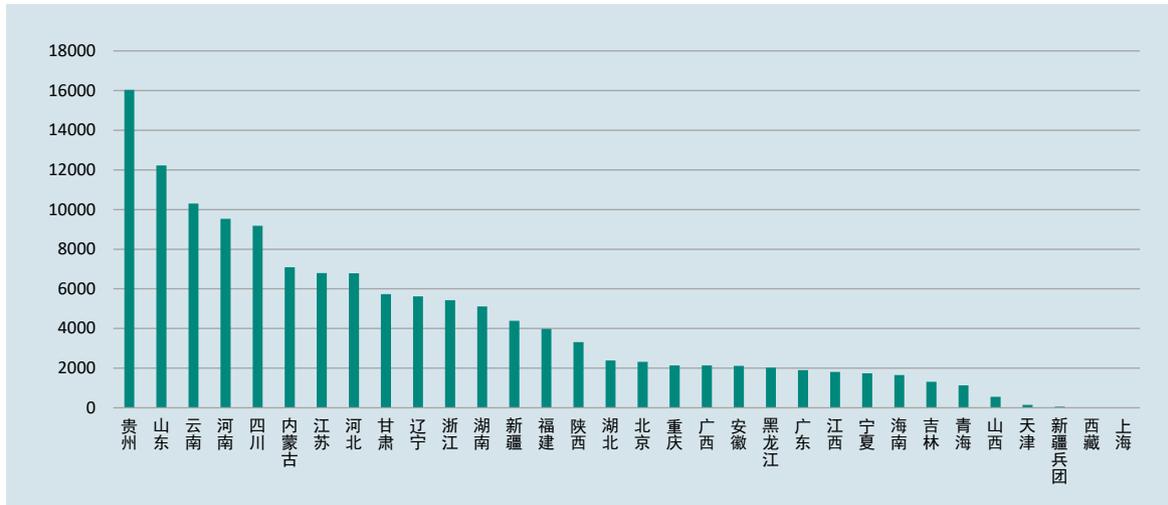


图表5 截至2017年2月末入库项目数量区域分布情况

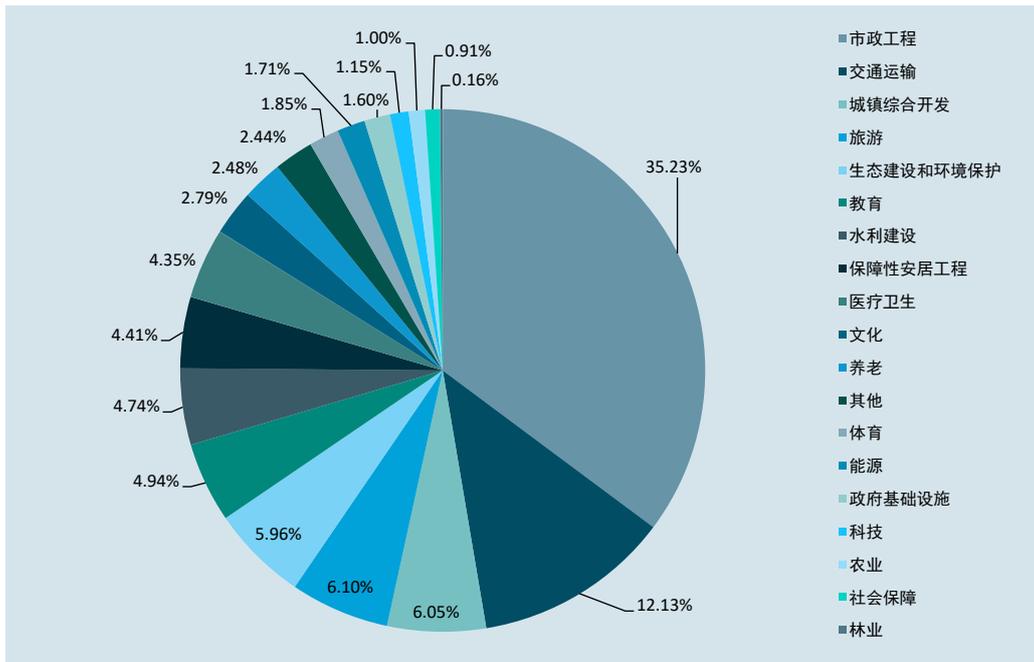


资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

图表6 截至2016年末入库项目投资金额区域分布情况（单位：亿元）



图表7 截至2017年2月末入库项目行业分布情况



资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

综合开发和旅游等行业入库项目数位居前列。其中，市政工程占比35.23%，居所有行业之首。市政工程包括轨道交通，垃圾处理，污水处理，供水、供气、供热、市政道路、停车场等。市政工程领域的项目一般有现金流，市场化程度较高，PPP模式运用较为广泛，尤其是污水、垃圾处理等我国政府规定要强制应用PPP模式。

## 2. 国家示范项目情况

截至2016年12月末，国家三批示范项目共计743个，投资额合计1.86万亿元。其中，2014年第一批22个，投资额709亿元；2015年第二批205个，投资额6,267亿元；2016年第三批516个，投资额1.17万亿元。

图表8 2016年示范库项目数量阶段分布变化情况（单位：个）



图表9 2016年示范库项目投资总额阶段分布及变化情况（单位：亿元）



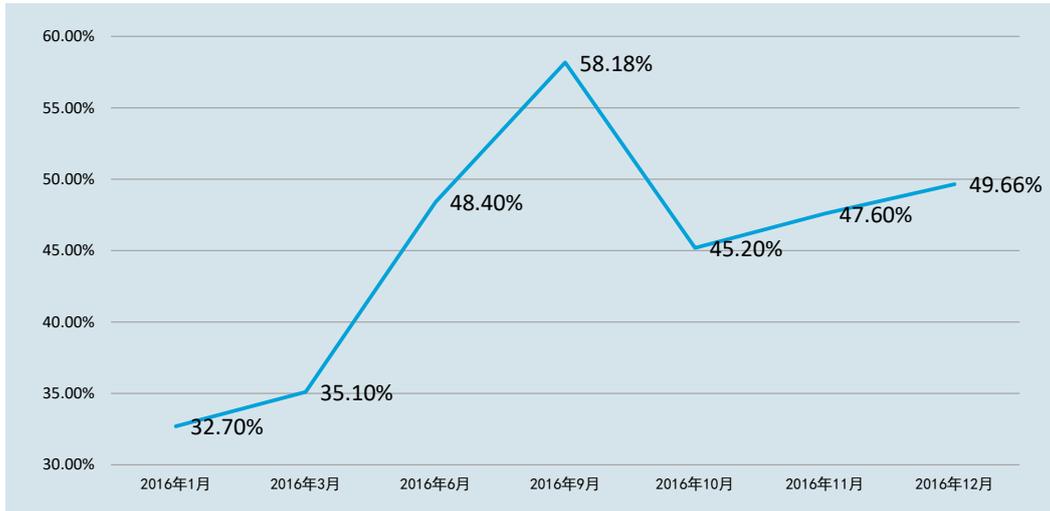
资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

PPP项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交5个阶段，目前国家示范项目均处于前四个阶段。截至2016年末，已签约落地的示范项目363个，比年初增加297个；落地示范项目总投资额为9,380亿元，比2016年1月末增加7,234亿元。

从落地率来看，国家示范项目落地率稳步提高，已从2016年1月末的32.70%提高到2016年12月末的49.66%。2016年10月第三批国家示范项目入库，使得示范项目落地率从2016年9月的58.18%降至2016年10月的45.20%。

从国家示范项目区域分布看，示范项目数量排名靠前的依次为河南、云南、山东、安徽和湖南，分别为65个、58个、51个、46个和43个。而落地示范项目数量靠前的依次为山东、河南、河北、安徽和云南，落地项目数分别为37个、31个、26个、21个和20个。从国家示范项目行业分布看，市政工程类项目最多，其次是交通运输类，和入库项目分布一致。国家示范项目中，市政工程类324个，占比43.61%，交通运输类83个，占比11.17%；落地示范项目中，市政工程类180个，占比49.72%，；交通运输类37个，占比10%。

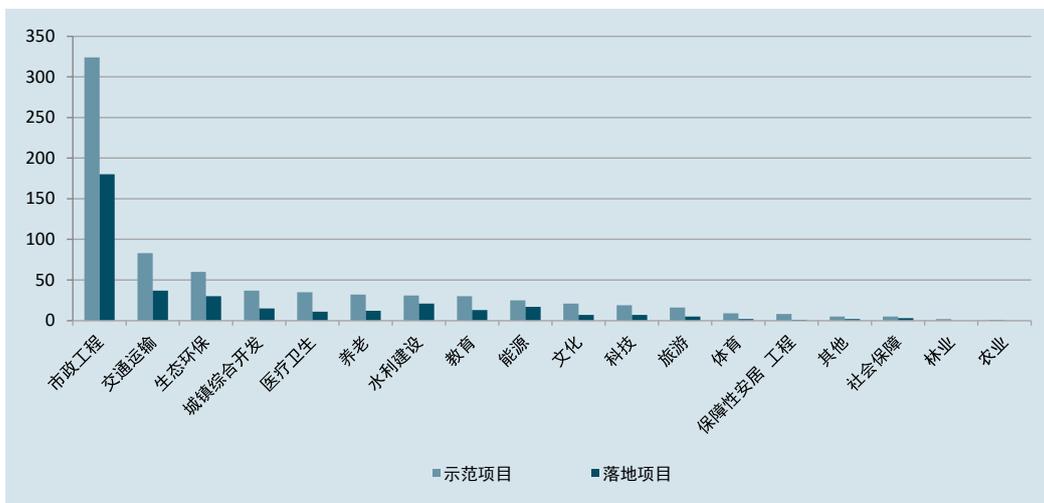
图表10 2016年国家示范项目落地率变化情况



图表11 2016年末示范库项目及落地项目区域分布情况（单位：个）



图表12 2016年末示范库项目及落地项目行业分布情况（单位：个）



资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

### 三、PPP项目资产证券化发展展望

(一) 我国PPP项目资产证券化面临的机遇

第一，PPP项目资产证券化对于PPP模式发展具有重要意义。PPP项目资产证券化有利于盘活PPP项目存量资产，开拓PPP项目的融资渠道，是社会资本重要的退出渠道之一，也是实现PPP项目标准化、规范化的重要方式和金融创新，是我国PPP模式发展的内在需求，将成为公共服务基础设施建设投资对接资本市场的重要路径。

第二，PPP模式的良好发展为PPP项目资产证券化提供了广泛的基础资产。在PPP模式推广和调整阶段，我国已经开展了3000多个特许经营项目，其中不少项目符合资产证券化的条件。因此，在PPP项目资产证券化的初始阶段，也不缺乏可进行资产证券化的PPP项目。而随着我国PPP模式进入快速发展阶段，许多PPP项目将逐步进入运营阶段并产生稳定的现金流，未来可资产证券化的PPP项目越来越多，PPP项目资产证券化市场规模会越来越大。

第三，在经济发展进入新常态、全面深化改革稳步推进的背景下，推广PPP模式和PPP项目资产证券化是公共服务、供给机制的配合，是供给侧结构性改革的重要内容。

第四，未来PPP政策体系将逐步健全，PPP模式将迎来更大的发展机遇，PPP项目资产证券化前景广阔。当前PPP模式推广最主要的障碍在于PPP领域顶层法规缺失，国务院法制办将采取先出条例，后出法律的策略逐步解决这一问题。根据《国务院2017

年立法工作计划》，《基础设施和公共服务项目引入社会资本条例》（以下简称“该条例”）作为“全面深化改革急需的项目”列入，由法制办、发改委和财政部起草，将抓紧办理，尽快完成起草和审查任务。因此，2017年将成为PPP的立法之年，未来PPP的政策体系将更加健全。

(二) PPP项目资产证券化面临的挑战

我国PPP项目资产证券化面临着良好的发展机遇，但在其发展过程中也将面临不小的挑战。

首先，PPP项目资产证券化的推广亟需相关法律法规的完善，以推动PPP项目资产证券化的标准化进程。在发改委和证监会的大力推动下，首批PPP项目资产证券化产品在短时间内迅速落地，这对于PPP项目资产证券化的推广和发展具有重要的示范意义。但是，PPP项目资产证券化的推广更需要法律法规的指引和保障，支持PPP项目资产证券化的相应法律体系与制度规范亟待建立，包括PPP项目资产证券化统一发行、上市和交易规则，以及在此基础上的原始权益人退出、资产隔离及存续期管理等细则。

其次，PPP项目资产证券化推广过程中风险防范不可忽视。与其他创新产品一样，PPP项目资产证券化也会放大风险，而且PPP项目本身情况也比较复杂，风险更具有多元化特征。因此，必须建立针对PPP项目资产证券化的风险防范机制、违约处置机制和市场化增信机制，研究完善相关信息披露要求，使得资产证券化的PPP项目信息披露公开透明，确保项目有序推进，以推动PPP项目资产证券市场健康有序发展。

# 全国首单创投公司双创债成功登陆上交所 新世纪评级2017成绩单再添亮点

2017年6月5日，由新世纪评级提供信用评级服务的全国首单创投公司创新创业债券在上交所成功发行。

本期双创债发行人为深圳市天图投资管理股份有限公司（以下简称“天图投资”），总金额18亿元，由中证信用增进股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保，首期发行规模10亿元，票面利率6.5%，期限5年。

经新世纪评级评定，给予天图投资主体评级AA，本期双创债债项评级AAA。本期债券的募集资金用途为扣除发行相关费用后，剩下部分全部通过直接投资，或设立契约型基金、公司型基金，以及设立有限合伙企业等方式投资于种子期、初创期、成长期的创业创新公司的股权。

2017年4月，证监会发布了《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》，以加快实施创新驱动发展战略，努力探索适合创新创业企业发展的债券市场服务支持新模式，其中创投企业被列为“创新创业公司债券”的两大类发行主体之一。



2017年以来，新世纪评级已为全国首单绿色ABN、全国首批“一带一路”建设票据、全国首批PPP资产证券化产品等多类创新产品提供了信用评级服务，本次创投公司双创债为新世纪评级创新产品服务业绩再添亮点。未来，新世纪评级将持续加强对创新产品的评级研究，为实体经济提供优质服务。

# 河北省创地方债发行里程碑 新世纪评级积极服务地方经济

2017年5月9日，经新世纪评级评定信用等级为AAA的2017年河北省政府一般债券在上海证券交易所正式完成招标，总发债额为188亿元，由此河北省成为沪外首个在上交所成功发行地方政府债券的省份，这在自发自还地方债发行历史上具有里程碑意义。

河北省本次发行的政府债券发行期限为3年、5年、7年和10年，发行利率分别为3.51%、3.64%、3.74%和3.74%，与发行当日同期限国债收益率相比利差均低于11BP，特别是3年期债券的利率更是低于国债收益率1.54BP，再次实现“贴地发行”，有效地降低了发行人的融资成本。

本次河北省地方债中发行新增债券139亿元，主要用于异地扶贫搬迁、保障性安居工程、京津冀协同发展等重大项目建设，将为全省经济社会发展提供有力资金支持。发行置换债券49亿元，用于置换财政部代理发行到期政府债券，将大大缓解市县还款压力。

2017年以来，随着货币政策趋紧、供需矛盾突出，地方债的发行工作面临严峻形势，此次河北省大胆改革、勇于创

新，最终顺利实现地方债登陆上交所的举措，为促进地方债市场持续健康发展起到了示范引领作用。目前已有多家地方财政部门明确今年将在上交所发行地方债，而发行地方债也已成为交易所今年重点任务。

新世纪评级作为全国地方债自发自还试点中首家中标的评级机构，能够再次为河北省地方债在上交所的成功发行提供评级服务，得益于公司多年来对评级技术的不懈研究和评级经验的不断积累，也得益于市场各方对公司评级质量、服务能力的充分认可。新世纪评级将以此为基础，继续加强对地方债及相关领域的评级研究，为服务地方经济提供更高品质的服务，进一步推动评级行业的发展。



# 全国首批服务“一带一路”建设票据成功发行 新世纪评级为其提供服务

2017年4月28日，由新世纪评级提供信用评级服务的“新疆机场（集团）有限责任公司2017年度第一期中期票据”（以下简称“17新疆机场MTN001”）在银行间市场成功发行。本期债券是全国首批三只服务“一带一路”建设的中期票据之一，其成功发行标志着银行间债券市场在推进“一带一路”战略实施上的创新突破。

“17新疆机场MTN001”注册金额30亿元，本期发行金额5亿元，期限3年，经新世纪评级综合评定，给予AA+的债项评级。主承销商为中国农业银行和国家开发银行，发行利率5.04%，低于市场上同期发行的同评级同期限其他债券，有效降低了发行人融资成本。

本期债券募集资金用于21世纪丝绸之路重点建设项目之一的乌鲁木齐机场改扩建工程，是公司响应国家“一带一路”发展战略、助推新疆成为“一带一路”重要枢纽城市的重点项目。

“一带一路”建设的提出顺应了世界多极化、经济全球化、文化多样化、社会信息化的潮流，有利于促进经济要素

有序自由流动、资源高效配置和市场深度融合，对于推进世界和平发展具有重大意义。

新世纪评级作为国内领先的评级机构，一直致力于对不同债务融资工具的评级研究，已先后为全国首批PPP资产证券化项目、全国首批扶贫票据、全国首单绿色ABN等提供评级服务，获得了广泛认可。

此次为“一带一路”建设项目债券提供评级，响应了国家推进“一带一路”战略的号召。未来，新世纪评级将继续加强对“一带一路”相关债券的评级研究，大力支持国家丝绸之路经济带建设，不断优化和完善自身评级体系和方法，为投资者和发行人提供高效、优质的服务，为推进国家“一带一路”建设和评级行业的进一步发展作出贡献。



# 第三届中国资产证券化论坛年度奖揭晓 新世纪评级所评项目荣获多个奖项

2017年4月24-26日，由中国资产证券化论坛（CSF）主办的“2017年中国资产证券化论坛年会”在北京国家会议中心举行。新世纪评级总裁助理、结构融资评级总监姜波作为公司代表出席了本次年会，并以演讲嘉宾的身份主持了“结构融资产品的信用评级方法和技术”分会场论坛，就结构融资等相关议题和与会者进行了分享与经验交流。同时，本次年会揭晓了“第三届中国资产证券化论坛年度奖”的获奖结果，由新世纪评级提供评级服务的多个资产证券化项目获得了“年度十佳交易奖”、“年度优秀交易奖”、“年度新锐奖”等诸多奖项。

新世纪评级具体获奖名单如下：

## 2016年度企业资产证券化十佳交易奖

2016远东六期资产支持专项计划  
兴证资管-新疆小额再贷债权第一期资产支持专项计划

## 2016年度企业资产证券化优秀交易奖

广发恒进-华鲁租赁1期资产支持专项计划

## 2016年度企业资产证券化新锐奖

申通资产地下通信空间收益权资产支持专项计划

国君-聚信租赁2016年二期资产支持专项计划

华泰财通聚信租赁2016年五期资产支持专项计划

## 2016年度信贷资产证券化新锐奖

武汉公积金2016年第一期个人住房贷款资产支持证券  
龙元2016年第二期信贷资产支持证券

此次“第三届中国资产证券化论坛年度奖”评选活动由中国资产证券化论坛执委会牵头负责，组织专家评审团严格评审，有力地表彰了在2016年度中国资产证券化与结构性融资行业中具有创新性的项目。

新世纪评级参与项目的获奖，既是业内专家对项目本身所具有的代表性和创新性的充分认可，也体现了新世纪评级在资产证券化评级业务领域里所具备的领先实力和竞争优势。未来新世纪评级将充分发挥领先优势，持续加强评级研究，为投资者、发行人等各参与方提供优质、高效的评级服务，推进评级行业的进一步发展。

# 新世纪评级成功主办“PPP项目资产证券化研讨会”

2017年4月14日，由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”）主办、中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投”）协办的“PPP项目资产证券化研讨会”在北京金融街洲际酒店顺利召开。

本次研讨会首次采用了新世纪评级主导、其他金融机构协办的模式，到场嘉宾包括财政部、证监会、交易商协会的领导，四十余家企业单位，四十余家券商和近六十

家其他金融机构。研讨会上，四位发言嘉宾分别从宏观政策、发展展望、信用评级和实务解析等角度对PPP项目资产证券化进行研究和探讨。

新世纪评级副总裁兼市场总监郭继丰博士以“供给侧改革与资产证券化”为主题，就供给侧改革的宏观环境、供给侧改革的基本内容和供给侧改革与资产证券化的关系等内容进行了演讲。



图：研讨会现场



图：新世纪评级副总裁兼市场总监郭继丰在发表演讲

新世纪评级研发部研究员王力博士对PPP项目资产证券化相关政策进行了梳理，讨论了我国PPP项目发展历程及现状，并对PPP项目资产证券化的未来发展进行了展望。

中信建投债券承销部高级副总裁孙嘉向与会嘉宾介绍了PPP资产证券化的操作模式和收益权类PPP项目资产证券化的交易结构，并对两单PPP项目资产证券化进行了详细的案例分析。

新世纪评级结构融资部总经理章虎从信用评级的角度，介绍了PPP项目资产证券化的主要模式，并分析了PPP项目资产证券化信用评级的关注点。

自PPP项目资产证券化这一全新融资模式得到政府的大力支持以来，新世纪评级持续进行深入学习和研究，并为太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划、中信建投一网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划等提供了评级服务。为更好地服务于中国信用评级业，新世纪评级不断深化理论、技术研究，多角度、全方位为投资者提供信息和评级服务。



图：新世纪评级研发部研究员王力在发表演讲



图：中信建投债券承销部高级副总裁孙嘉在发表演讲



图：新世纪评级结构融资部总经理章虎在发表演讲

书籍系列



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识



新世纪信用评级研究与探索



新世纪信用评级国际研究

期刊系列



新世纪评级(季刊)



新世纪评级(年刊)

研究系列



宏观经济分析与展望

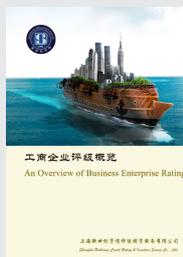


地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

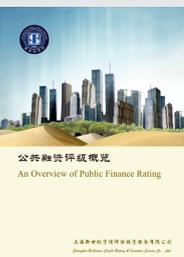
产品系列



工商企业评级概览



金融机构评级概览



公共融资评级概览



结构融资评级概览



其他产品评级概览

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>