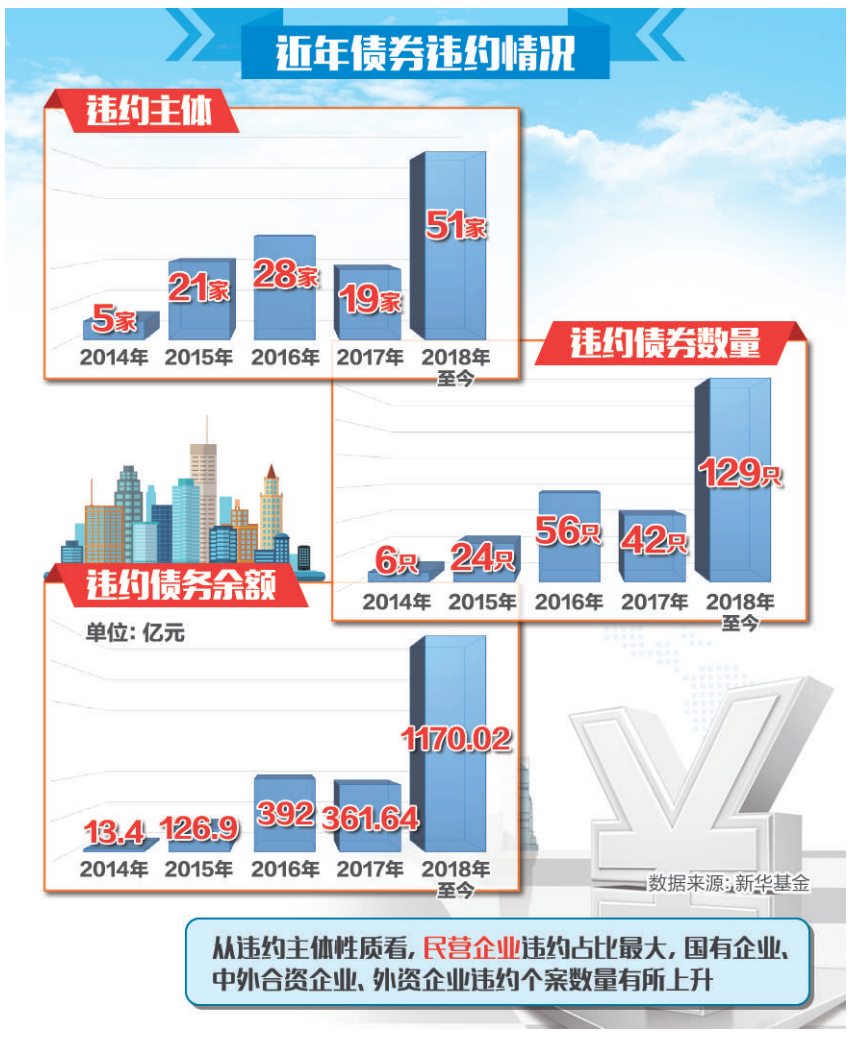
经历了2018年震荡调整后，近期发行量出现回升、二级市场走强——

信用债市场缘何回暖

经济日报·中国经济网记者 周 琳

聚焦

在扩充中期借贷便利（MLF）抵押品、定向降准、启用纾困债等手段救助下，低信用等级的优质民营企业债券认可度出现明显好转，并带动低等级收益率曲线下行。同时，随着低等级债券违约常态化，债券品质优劣也将更加明显地通过市场机制、价格和收益率反映出来，债市发展将更加健康



曾在2018年震荡调整的信用债市场，近期传出发行量回升、二级市场走强等利好消息。

鹏扬基金统计显示，2019年1月7日至14日，在一级市场方面，信用债总发行量达2252亿元，净融资达1096亿元，1月份信用债市场净融资情况好于2018年同期。同时，信用债二级市场成交活跃度较高，各等级期限信用债收益率均大幅下行，其中1年至3年期收益率下行幅度最大，有15个基点左右。AAA级主体发行量占比进一步上升。在市场资金相对充裕的情况下，信用债短端下行多于长端，期限利差扩大，信用利差压缩。

目前的信用债市场缘何出现回暖态势？背后风险是否出清？

市场已“适应”违约常态化

自2014年至今，我国债券市场违约个案有所增加，违约主体多样化，违约债务余额明显上升，对信用利差构成了一定风险。

新华基金统计显示，自2014年至今，违约主体、首次违约主体、违约债券数量、违约债务余额等4大指标均呈现明显上升趋势。其中，违约主体分别为5家（2014年）、21家（2015年）、28家（2016年）、19家（2017年）和51家（2018年至今）；违约债券数量分别为6只（2014年）、24只（2015年）、56只（2016年）、42只（2017年）、129只（2018年至今）；违约债务余额分别为13.4亿元（2014年）、126.9亿元（2015年）、392亿元（2016年）、361.64亿元（2017年）、1170.02亿元（2018年至今）。

从违约主体性质看，民营企业违约占比最大，分别为3家（2014年）、15家（2015年）、17家（2016年）、14家（2017年）、40家（2018年至今），国有企业、中外合资企业、外资企业违约个案数量有所上升。其中，国企违约数量由2014年的0家上升至2018年的7家。

摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部基金经理施同亮表示，债券违约增多有几方面原因。一是信用环境收紧，包括降低宏观杠杆率、结构性去杠杆、监管趋严等因素；二是金融机构负债增长缓慢，监管政策的长期效果显现，理财业务和同业业务增长乏力，结构性存款等创新工具受到抑制；三是融资结构调整带来对应产业的短期不适应，例如建筑、环保类企业融资出现结构性困难；四是地方政府融资受到一定约束，市场对城投债的信心时强时弱。

近期，信用债违约增加为何反而带来发行量回升、市场回暖等信号？

“在当前债券市场风险总体可控情况下，信用债违约个案增加是市场定价回归的过程。早期个别案例处置中具有隐性刚兑要求，不能科学合理反映定价机制。随着低等级债券违约常态化，债券品质优劣将更加明显地通过市场机制、价格和收益率反映出来，债市发展将更加健康。”新华基金固收投资总监姚秋表示，受经济周期与产业周期共振影响，目前违约概率大约从千分之几上升到2%，但违约债务余额占存量债券余额比例仍然较小，违约主体并没有大范围波及国企，债市信用风险总体可控。

多因素支持信用债回暖

回顾2018年，民营企业信用违约个案增多，部分地方城投平台非标违约出现。招商基金固定收益投资部副总监马龙认为，为避免债券市场投资人对低等级发行主体采取“一刀切”策略，2018年债券市场在政策上开启诸如扩充中期借贷便利（MLF）抵押品、定向降准、牵头银行与优质民企合作，启用纾困债等手段救助低等级民营企业。在这些利好因素共同作用下，2019年初，低信用等级的优质民营企业债券认可度出现明显好转，并带动低等级收益率曲线下行。

“从流动性因素看，2019年1月初，央行降准利好债券市场和企业基本面，有利于信用债市场继续走强。”华商稳固添利债券基金经理张永志表示，国内基本面因素仍是债市最佳的保障之一。近期，国内债市延续强势，现券交投热情重燃，主要利率债收益率下行，10年期国债期货主力合约一度创逾两年新高，都充分反映了基本面因素。此外，2019年初海内外债券市场携手上涨，对国内债市形成情绪上的利好。

招商基金固定收益投资部研究员夏里鹏表示，2018年的信用债牛市上半年得益于资金面充裕带来的修复行情，但也有信用风险爆发带来的大幅调整；2018年下半年以来，得益于经济基本面因素，债券市场呈现“慢牛”走势。

从信用债结构看，低等级信用债需求有所减少，但高等级信用债发行和市场需求相对较好。大成基金相关部门负责人认为，信用市场结构分化与2018年资管新规落地、理财即将打破刚兑并向净值化转变等因素有关。短期内，信用债市场可能面临规模收缩的挑战，信用债尤其是长久期低等级的信用债配置需求难以提振，但高等级信用债在市场风险偏好下降情况下需求较好，具备较高配置价值。

规避信用风险仍是重点

一方面是违约个案增多，另一方面是信用债市场回暖，如何把握2019年债市投资机遇？

鹏扬基金总经理杨爱斌表示，预计2019年信用债市场违约继续高发，整体信用利差高位震荡或缓慢下行。城投债融资环境改善，但债务风险未根本解除，建议城投债作为交易品种择优参与。总体看，2019年我国债券市场大概率还是维持利率债和高等级信用债为主的结构性债券慢牛行情。

据中诚信研究院测算，2019年发行市场扩容空间有限，全年信用债发行规模估计为11万亿元至12万亿元。同时，债券收益率可能仍有下行空间，中等级信用债间利差有望继续收窄。

夏里鹏表示，2019年信用债投资策略大概率延续之前的价值投资理念，在主要配置中高等级信用债品种的前提下，积极在低等级信用债的分化行情中寻找机会，自下而上精选个券，增强组合收益。具体看，城投和地产行业可能会因为出现个别风险事件导致整体估值大幅调整，届时可能出现错误定价的情况，投资者应在严格把握信用风险情况下精选个券。2019年信用债市场仍将是一个分化的过程，在坚持价值投资理念的同时，投资者应适当关注低等级信用债中资质较好的个券。

博时基金董事总经理兼现金管理组投资总监陈凯杨认为，2018年的“黑天鹅”更多集中在信用债层面。随着部分龙头民营企业债券收益率下行，2019年的债券市场可能将延续慢牛行情，部分基本面稳健的高收益信用债券可能有利差压缩空间，但信用分化的格局仍将持续，规避信用风险仍是重点。

财经观察

『买保险送茅台』理当重罚

梁 睿

1月18日，银保监会网站披露，银保监会【2019】1号行政处罚已于1月4日开给了华贵人寿保险股份有限公司。罚单显示，华贵人寿存在给予投保人保险合同约定以外的其他利益、未按照规定使用经备案的保险条款和保险费率、编制虚假财务资料3项违规。

据此，银保监会决定对华贵人寿罚款85万元，同时对6名相关责任人罚款45万元，共计处罚130万元。银保监会行政处罚决定书显示，2017年7月份至8月份，华贵人寿在银保业务经营过程中，制定并执行营销方案，向投保人赠送价值合计105.76万元的飞天茅台白酒，涉及保费11199万元。

将茅台酒作为利益输送工具，服务于企业营销行为，一是因为华贵人寿第一大股东是贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，有“近水楼台先得月”的优势；二是茅台酒是不少人的“心头好”，拿茅台酒送礼能讨客户欢心，也就甘心掏钱买保险了；三则送物而非送钱，在账目上难以体现，能够规避监管风险。从营销成效看，成本只占所涉保费的1%不到，实在是笔划算的买卖。

这种做法明显地违反了监管规定，因为给予投保人保险合同约定以外的其他利益，是一种扰乱保险市场秩序的违规销售行为。除了华贵人寿，平安财险浙江分公司也存在给予或者承诺给予保险合同约定以外保险费回扣或者其他利益的违法行为，被银保监会浙江监管局处以24万元罚款，并对公司相关负责人给予警告和罚款。除了不当利益输送，今年还有不少保险公司因存在销售误导等违规销售行为被银保监会处罚。

应该说，违规销售行为是当前不少保险公司和保险中介的痼疾，其核心症结在于各家保险公司盲目和片面追求保费规模。由于保费规模是保险公司的生存之源，发展之要，因而各家公司都非常重视销售业绩。在产品和服务同质化的情况下，一些保险公司就打起了违规销售的擦边球，以期获得更高的市场占有率。

然而，销售业绩的取得绝不能靠违法违规手段，就像运动员不能靠兴奋剂去摘金夺银一样。随着监管进一步强化，这种做法会越来越碰得头破血流。从银保监会开给华贵人寿的罚单看，既处罚了公司，亦处罚了相关责任人，“一案双罚”，力度明显在加大。

需要指出的是，在新监管架构下，银保监会将强化监管职责，加强微观审慎监管、行为监管与金融消费者保护。监管力量将不断下沉，要求会更趋严格，一些打擦边球以及钻法律法规漏洞的行为，将更多暴露在阳光下。保险机构需要明白强监管时代已经来临，违规行为绝不会再像过往“罚酒三杯”便可了事，要想在市场上挣得更多保费，还是要靠苦练内功，树立品牌，在产品和服务上多下功夫。

上交所优化股票质押回购制度安排

本报讯 记者温济聪报道：为贯彻落实国务院金融稳定发展委员会关于防范化解上市公司股票质押风险的相关要求，鼓励和帮助市场主体主动化解风险，经中国证监会批准，上交所于1月18日发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，并自发布之日起正式实施。

《通知》内容主要包括两个方面。一是优化违约合约展期安排，明确融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，若累计回购期限已满或将满3年，经交易双方协商一致，延期后累计的回购期限可以超过3年，以存量延期方式缓解融入方还款压力。二是明确旨在解决合约违约而新增交易的特别安排，对于新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，可不适用现行股票质押回购业务办法中关于单一融出方及市场整体质押比例上限、资管计划不得作为融出方参与涉及业绩承诺股票质押回购限制及质押率上限等条款，以新增交易方式缓解融入方流动性压力。

同时，《通知》要求会员应当审慎评估融入方的信用风险和履约能力，持续做好股票质押回购风险管理。

提升公司质量 完善信息披露 提高分红水平

让A股投资者享有更多获得感

本报记者 温济聪

聚焦资本市场改革发展 ②

□ 切实提升投资者获得感，要提升监管执法能力，切实保护投资者合法权益

□ 切实提升投资者获得感，要向成熟市场靠拢，提高股东回报，提高分红和股息率，显现股市投资长期的财富效应

我国有1.42亿投资者，其中95%以上为持股市值在50万元以下的中小投资者。可以说，广大投资者是资本市场发展之本。让改革给投资者带来实实在在的获得感，也是资本市场改革的鲜明导向。

华融证券常务副总经理张建军在接受经济日报记者采访时表示，上市公司是资本市场的基石，只有不断增强投资者的获得感，才能推动资本市场健康发展，从而推动经济升级转型。为此，上市公司首先要聚精会神做强做优主业，提升资产质量，不断增强盈利能力，这是让股东分享企业发展红利的基础。2019年，一方面要提升存量上市公司质量，另一方面也要通过科创板等渠道提升增量上市公司质量。

信息披露是证券市场的基石。信息披露不仅是上市公司经营业绩状况的报表化呈现，更是投资者在二级市场买卖股票的重要依据之一。一旦出现上市公司信息披露无法按期披露、环保信息披露不达标、信息披露中语焉不详、业绩注水、信披造假等违法违规行为，一方面会影响资本市场健康持续稳定，给投资者决策带来方向性误导；另一方面也更容易滋生各类违法违规行为。

“应从上市公司、交易所、中介机构三方面多措并举遏制上市公司信息披露不规范的发生。上市公司是发布信息披露内容的第一责任人，应负有‘把关人’职责；沪深交易所是上市公司发布信息披露内容不规范的监管力量，应负有‘审核人’职责；会计师事务所及其注册会计师在执业过程中应当充分关注审计风险，审慎接受业务委托，切实履行审计责任。”北京师范大学经济与工商管理学院教授李锐表示。

强化上市公司治理，补足制度短板同样尤为重要。2018年，证监会发布修订后的《上市公司治理准则》以及修订了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，指导沪深交易所发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》，回应各方关切，对上市公司治理中的激励约束机制、强化信息披露以及退市情形等都提出了新要求。随着这些政策威力的逐步发挥，会促进股市优胜劣汰，加快新陈代谢，为投资者获得感的收获夯实基础。

切实提升投资者获得感，还要提升监管执法能力，切实保护投资者合法权益。

近年来，中国证监会以保护投资者知情权、参与权、收益权、求偿权等基本权利为核心，将保护投资者合法权益贯穿在发行上市、市场交易、机构监管、稽查执法等资本市场各项监管工作始终，营造一个更加公开、公平和公正的市场环境，让投资者能够通过参与市场，分享社会经济发展的成果。

目前，在资本市场深化改革不断推进的过程中，防范化解金融风险要求更加突出，投资者教育服务工作也面临挑战。证监会副主席阎庆民表示，一方面要借鉴国际经验，为科技金融创新建立必要的容错机制，让投资者参与到创新之中来，确保新的技术从应用之初就不偏离航道。还要严惩滥用科技之名行金融违法之实的行为，实现对投资者的有效保护，维护市场公平性。

同时，切实提升投资者获得感，还要向成熟市场靠拢，提高分红和股息率，显现股市投资长期的财富效应。

投资者通过投资上市公司股票，分享经济发展和上市公司成长带来的收益和回报，是投资者的合理诉求。近年来，证监会以及沪深交易所在坚持依法全面从严监管的理念下，积极倡导上市公司现金分红，引导上市公司更加注重投资者回报，强化股东回报机制，对长期不分红的上市公司持续强化监管，推动上市公司不断提高现金分红水平。

让分红作为资本市场投资者获得回报的重要渠道，可以激励上市公司做强做大。分红可以保障股权资金来源稳定，企业可以据此开展具有重要意义的战略投资和研发投资等。兴业证券策略首席分析师王德伦坦言，近年来A股平均股息率为0.99%，通过分红带来的财富效应并不显著，仍然具有很大上升空间。

遗失声明

以下单位《金融许可证》不慎遗失，现声明作废。

机构名称： 柘城县农村信用合作联社陈青集信用社

批准成立时间： 2007年4月17日

住所： 河南省柘城县陈青集镇

发证时间： 2007年5月31日

发证机关： 中国银行业监督管理委员会商丘监管分局

许可证流水号： 00298280

机构编码： E0522U34110019

2019年1月21日