

■债券估值创新与风险管理专题

# 严格评级行业管理 建立行业治理机制

□本报记者 周松林

中国证监会公司债券监管部主任霍达日前在债券估值创新与风险管理研讨会上表示，随着债券市场的不断发展，我国信用评级行业正面临越来越大的挑战，而对评级行业的监管，需要结合国际经验，探索适合我国特殊市场环境的监管措施。

信用评级行业在债券市场的作用不可或缺，但是由于各方面的原因，一直难于对其进行有效监管。霍达说，资信评级机构往往强调其评级结果是一种主观观点，如何监管是一个普遍难题。相对成熟市场，中国信用评级行业还很年轻，监管问题具有特殊性，主要表现

为以下两个方面：

第一，评级公司缺乏商誉，失信成本低。我国评级行业发展时间短，内部控制和业务制度不健全，特别是近几年的债券市场快速发展的环境下，内控制度有时流于形式，为争抢市场份额压低收费、以价定级的现象较为常见。因此，投资者对评级结果认可度不高，真正具有公信力的评级公司尚待脱颖而出。

第二，缺乏信用违约记录，质量检验机制缺失。我国债券市场几乎没有实质性违约，在“刚性兑付”，使得评级结果无法得到直接检验，进而导致评级结果趋同，成为简单的符号，失去衡量信用风险的价值。在这种市场环境下，发行人将外部评级视为应付监管、增加

融资成本的负担，评级公司也缺乏动力提高评级水平以体现自身专业价值。

对于评级行业的监管，从国际经验来看，在金融危机之后已经逐渐达成了一些共识。总体趋势是加强监管，如需要对利益冲突进行规制，提高评级公司信息透明度，减少外部评级依赖，将评级性质由主观观点定性为专家意见等。与此同时，业界对于能否评价评级方法、行业竞争是否有效、评级的商业模式等问题仍然存在分歧。

霍达表示，对于完善评级行业监管，提高评级行业公信力，其基本理念是“严管”，在鼓励竞争的同时，严格执行，加大评级公司的违规和失信成本，促进优胜劣汰，建立自律管

理、行政问责和市场筛选相结合的行业治理机制。具体措施上，一方面要遵循评级监管的国际准则和国际趋势，防范利益冲突，提高透明度，减少评级依赖，加大评级公司责任，强化监管执法。另一方面，要针对我国的特殊市场环境和行业状况，探索采取有针对性的措施，包括在证券业协会下设评级质量控制委员会。对评级假设的审慎性和合理性、评级方法一致性进行评价；由自律组织代表同业进行买方评级付费，或由自律组织筛选评级公司；由独立第三方建立评级结果与市场实际利率的符合度数据库，并公开发布；强制要求评级公司向同业开放评级资料以便利主动评级等。

## 中证指数公司对债券估值业务进行新探索

□本报记者 周松林

中证指数公司总经理马志刚日前在债券估值创新与风险管理专题研讨会上披露，过去一年来，中证指数公司对债券估值业务进行了新的探索，实时国债收益率曲线和估值工作已基本完成测试，有望于近期正式上线；成立了资信评级部门，将对中证信用债估值形成有力支持。此外，中证债券估值在上交所的“国债预发行交易”以及“券商报价式回购”等业务中获得应用，为交易所债券市场的发展与创新贡献了力量。

本次研讨会是中证指数公司举办的第三届债券专题研讨会。来自中国证监会、行业协会、沪深证券交易所以及基金公司、证券公司、保险公司和托管银行等机构的100余位专业人士参加了会议。

债券交易不活跃属于国际通例，因此需要采用估值技术确定债券公允价值。据上交所副总经理刘绍统介绍，目前证监会和上交所正在推进债券估值方面的工作，加快调整交易所市场以收盘价格确定债券公允价值的方法。上交所已经在自律监管和相关业务中采用了中证指数公司的债券估值作为市场参考。

中国证监会证券基金机构监管部副主任徐浩表示，债券市场作为资本市场重要组成部分，对基金行业发展具有重大意义。公募基金近年来产品线不断丰富，特别是固定收益类产品发展比较快，改变了以往以股票产品为主的配置格局。截至2014年4月底，债券资产在公募基金资产中占比近1/3。随着利率市场化推进，债券市场投资面临广阔发展空间。基金行业愿与各方共同建设一个更具竞争活力、更加公正透明的债券市场。

徐浩指出，规范基金估值作为保证基金行业稳健运行的基础工作，是行业监管体系的重要环节，监管层对基金估值非常重视。我国从2007年起要求所有投资银行间债券市场的产品，采用第三方估值进行会计核算。随着市场的发展，估值出现更多的方法和技术，如何适时引入竞争一直也在探讨之中。徐浩同时也强调，我国《基金法》要求，基金资产估值的法定责任人是基金管理人，基金管理人对基金估值结果有复核义务。外部估值技术的引入并不能免除基金管理人和托管人的估值责任。基金管理人和基金托管人应审慎采用第三方估值技术，建立事前决策、事中监测、事后评估的业务制度。

## 徐浩：稳步推进 货基参与交易所债市

□本报记者 周松林

中国证监会证券基金机构监管部副主任徐浩日前在债券估值研讨会上表示，针对市场的最新变化以及基金投资运作的实际需求，我们希望能够积极推动交易所债券估值标准的进一步合理和完善，在此基础上，稳步推进货币市场基金参与交易所市场投资。运作平稳、条件成熟以后，再推广在行业各类机构中全面实施，积极推动交易所债券市场的持续发展。

徐浩说，债券市场作为资本市场重要组成部分，对基金行业发展具有重大意义。公募基金近年来产品线不断丰富，特别是固定收益类产品发展比较快，改变了以往以股票产品为主的配置格局。截至2014年4月底，债券资产在公募基金资产中占比近1/3。随着利率市场化推进，债券市场投资面临广阔发展空间。基金行业愿与各方共同建设一个更具竞争活力、更加公正透明的债券市场。

徐浩指出，规范基金估值作为保证基金行业稳健运行的基础工作，是行业监管体系的重要环节，监管层对基金估值非常重视。我国从2007年起要求所有投资银行间债券市场的产品，采用第三方估值进行会计核算。随着市场的发展，估值出现更多的方法和技术，如何适时引入竞争一直也在探讨之中。徐浩同时也强调，我国《基金法》要求，基金资产估值的法定责任人是基金管理人，基金管理人对基金估值结果有复核义务。外部估值技术的引入并不能免除基金管理人和托管人的估值责任。基金管理人和基金托管人应审慎采用第三方估值技术，建立事前决策、事中监测、事后评估的业务制度。

## 刘绍统提出 提高债券估值业务水平 促进交易所债券市场发展

□本报记者 周松林

上海证券交易所副总经理刘绍统日前在债券估值创新和风险管理研讨会上表示，过去的一年中，在市场各类机构的积极参与下，上交所债券市场在产品创新方面取得了一定的进展，扩大了中小企业私募债试点范围，开展了国开债在上交所的发行与交易；推出了国债预发行试点工作；进一步推进了资产证券化等业务。未来，上交所将不断加强交易所债券市场品种的创新，积极推进可交换债和债券质押式协议回购等新产品和新业务，为市场参与者提供更多交易品种，进一步活跃交易所债券市场。

据介绍，2013年上交所债券市场在债券托管量、成交量、市场参与者和债券市场互联互通

等方面均取得了较大的发展。首先，从规模上看，截止到2013年底，上交所债券市场的托管量达到1.72万亿，全年交易量达到62万亿，与前些年相比均创历史新高；其次，从投资者角度来看，上交所积极培育并引进多样化的债券市场投资者，今年在证监会的大力推动下，银行理财产品已经可以参与交易所市场的债券交易。未来上交所将进一步培育多元化的投资者，不断丰富上交所债券市场投资者结构；同时不断完善债券市场交易机制和交易系统，大力促进债券市场的互联互通，逐步建立债券违约风险预警和处置机制，采用市场化、法制化的手段来管理市场风险，更好地保护各类投资者的合法权益。

刘绍统表示，从国际上来看，债券市场不同

于股票市场，债券绝大部分品种交易都不活跃。因此，合理地确定债券的公允价值就成为重要问题，目前国际上通用的方法是采用第三方估值技术来确定债券的公允价值。目前，证监会和上交所正在不断推进债券估值方面的工作，加快调整交易所市场以收盘价格确定债券公允价值的方法。刘绍统称，中证指数公司多年从事债券估值的业务，建立了一套比较完整的债券估值体系，对交易所和银行间债券市场均开展了相关估值业务，目前上交所相关部门已经在自律监管和相关业务中采用了中证指数公司的债券估值作为市场参考。未来，希望中证指数公司能够进一步完善债券估值体系，建立更加科学的估值方法，提高债券的估值精度，为市场机构提供更好的市场价格参考。

## 钟蓉萨表示 积极发挥基金业协会作用 提高全行业估值水平

□本报记者 周松林

中国证券投资基金管理业协会副会长钟蓉萨日前在债券估值创新与风险管理研讨会上表示，未来基金管理人的核心竞争力之一就是估值能力，因此协会及下辖估值核算小组将继续鼓励估值方法和应用的探讨，培养基金管理人的估值责任意识，建立估值判断体系，提高评估、选择第三方估值机构的能力。

钟蓉萨指出，十八届三中全会报告中要求“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”，令全国市场感到振奋。近年来我国债市取得巨大

发展，但和发达国家相比，无论是在市场规模、还是估值、评级等基础设施建设方面都还有很多工作要做。协会始终秉持开放的态度，着力培育基金管理人的专业化、服务机构的多元化，希望从多角度不断优化行业的生态环境。

钟蓉萨说，去年协会估值核算小组已经组织行业和学术领域专家，对中证债券估值进行了全面评估。评估组认为，中证估值在科学性、公允性、稳健性、一致性等方面均已达到应用标准。协会目前正在研究将中证估值纳入基金行业《固定收益品种的估值处理标准》，旨在丰富行业第三方估值机构的选择，由市场去检验

第三方估值机构的估值质量和方法。

据介绍，行业估值核算小组早在2007年就在证券业协会下设立，定位于固定收益类资产评估标准的研究和制订，成员主要来自基金管理公司、托管银行、会计师事务所等机构。基金业协会成立后，估值小组划归基金业协会下设托管与运营专业委员会管理，去年8月小组架构进一步扩充，增设了权益类资产的估值成员。估值小组的工作除了解释、修订当前估值指引，还根据市场动向，及时制定了基金参与黄金ETF、国债期货、国债预发行等新业务的估值标准。

## 保险资管老鼠仓重现 监管内控料出重拳

□本报记者 李超

北京警方公布的曾某利用职务便利谋利一事成为保险资管公司再涉“老鼠仓”案件的新焦点。中国证券报记者了解到，以往此类案件新焦点，险资尚未有过关闭个人账户的先例，防范内幕交易的相关措施实际上都由公司内部自主规约。而随着监管层和公司内部逐步加深对“老鼠仓”等行为严重性的认识，相关政策和保险资管行业的内部控制将更趋严格。业内人士表示，外部监管和保险业内风控都将有更多措施推出，以往可能存在的违规举动，依然存在被排查出来的可能。

### “老鼠仓”数度重现

北京市公安局发布的信息显示，2009年2月至2013年5月，犯罪嫌疑人曾某利用职务便利，管理人寿资产和人寿养老企业年金账户的122个股东账户并负责进行股票投资，

并同其妻在外开设股票账户，操控该账户先后、同步于或稍晚于其负责管理的年金账户买入或卖出股票79只，趋同交易累计成交金额约2.97亿元。而经求证，涉案曾某即中国人寿养老保险股份有限公司原权益类投资负责人曾某。

此前即有媒体提及人寿资管人士涉入案件调查一事，中国证券报记者致电中国人寿资管人士求证，对方表示对此事不知情。

“虽然去年平安的事发生之后，保险资管公司就开始在内部‘堵漏’，但长期的思维惯性和内外监管的‘慢半拍’使得想要钻空子的人总能找到空子。”某保险资管公司管理层人士对中国证券报记者表示。

“平安一事”所指案件，即2013年2月曝出的证监会查处的首例保险资产管理从业人员内幕交易案，涉事人平安资产管理有限责任公司原投资经理夏侯文浩利用未公开信息交易股票行为被立案调查。

该人士表示，平安资管被调查后，一些大型保险公司很快加强了内部的整顿和排查，并在内部会议中要求杜绝此类事件再次发生。但因为以往的内部管控并不像后来那样紧，所以以往事情埋下的风险仍然会显现出。

“这次被查出的犯罪嫌疑人曾经有4年多

接近不同账户了解核心信息的职务便利，这么长的时间里都没有曝出问题，也说明了此前保险公司的内控不够缜密。”

### 资管风控料收紧

进入2014年，保监会对于保险行业的清理整顿频出政策，对管理保险公司声誉风险、规范银保销售、规范保险资金银行存款业务、清理整顿保险中介市场、加强保险资金投资、防范利用网络实施保险违法犯

罪活动等行业内多个层面的风险控制提出了细化要求。

“监管层的系统性风险排查也较以往更

加严格，这次保险资管老鼠仓的事正撞在枪口上，震慑作用将会比较明显。”上述资管人士表示。

可查询的信息是，这已是第三批保险资管涉及“老鼠仓”的案例。2014年年初，证监会曾披露平安资管人士被立案稽查。

中国证券报记者了解到，在保险资管“老鼠仓”案件曝出之前，险资尚未有过关闭个人账户的先例，防范内幕交易的相关措施实际上都由公司内部自主规约。“很多资管方面的管理并不缜密，以往的不当举动也没有什么制度上的限制。”接近某大型保险资管公司的人士表示，“曝出事情的资管公司‘吃一堑’，整个行业的监管就‘长一智’。以后无论是外部监管，还是内部风控，肯定都会有更多的措施推出。谁也不想成为下一个出现‘老鼠仓’的公司。但有再一再二，可能就有再三再四，因为以往如果有其他违规举动，还会被核查出来。”

## 国开行发行逾百亿 信贷资产证券化产品

国家开发银行15日发行2014年第三期开元信贷资产证券化产品，规模109.4674亿元，是目前国内单笔发行金额最大的信贷资产证券化产品。国开行有关负责人表示，本期产品所盘活的信贷规模将向经济发展的重点领域倾斜，积极服务棚户区改造、铁路建设、“三农”、小微企业等。

本期信贷资产支持证券分为优先A-1、A-2、A-3、优先B和次级档，投标倍数1.34，加权平均期限分别为0.15年、0.53年、1.49年、2.40年、2.55年，中标利率分别为5.0%、5.2%、5.9%、7.2%，次级档无票面利率。

据了解，作为我国证券化领域的先行者，国开行目前已累计发行8期信贷资产证券化产品，总金额547.87亿元，占国内发行总规模的31.25%，发行期数、规模、种类均居国内银行业首位，前三单产品已全部兑付完毕，实现了“资产零违约，管理零差错”的业绩。(陈莹莹)

## 新能源汽车的车购税优惠 优惠政策正在研究

国家税务总局货物和劳务税司副司长林枫15日在“节能环保税收优惠政策”在线访谈中透露，目前国内尚无具体的鼓励购置新能源汽车的车购税优惠政策，税务总局正在积极研究鼓励购置新能源汽车的车购税政策。此外，税务总局将综合考虑国家产业结构调整等因素，及时对节能环保相关产业增值税优惠政策的范围和力度进行调整和完善，促进经济社会持续稳定发展的增值税制度体系。(赵静扬)

## 以色列国民银行 上海代表处开业

5月15日，以色列国民银行上海代表处宣布开业。该办事处仅为商业活动提供服务，只面向以色列和中国公司，不开展私人银行服务。

以色列国民银行主席大卫·布罗德表示，上海代表处将在深化中以经济关系方面起到战略性作用，并朝着在华设立分行以服务于在华经营的以色列企业的目标前进。据介绍，截至2013年底，以色列国民银行集团管理资产达到3130亿美元，集团总资产达到1080亿美元。集团贷款总额700亿美元，存款总额达到820亿美元，净利润5.61亿美元，净股本回报率是7.6%。(高改芳)

## 专家建言混合所有制改革 以现代企业制度防范国有资产流失

□本报记者 王小伟

对于正在推进的混合所有制改革，业内人士表示，综观目前央企的改革方案中，部分业务板块的整合或多或少伴随着企业自身的战略转型与重构。在这一过程中社会资本跃跃欲试，但同时国有资本退出的一些问题仍有待厘清。

### 用制度堵住资产流失

能源行业好戏连台。继中石化销售业务引入民资、中石油管道板块将在交易所挂牌之后，国家电网混合所有制思路也浮出水面。

安迅思息旺能源研究与策略中心总监李莉分析，目前实施混合所有制改革的两大油企都是上市公司，而且在A股和H股同时上市。一方面，企业的日常运营整体来说处于资本市场相关监管体系之下，透明度相对较

高；另一方面，对相关资产的评估也会受到社会的关注，其透明度和公正性应有保证。

从目前公布的混合所有制改革方案来看，中石油相关管道资产将放到产权交易所挂牌，中石化销售业务板块的出让也会由专业第三方机构进行资产评估。李莉分析，这样的操作方式有利于相关资产的合理定价和堵住资产流失。

业内专家认为，建立现代企业制度是混合所有制改革中堵住国有资产流失的关键。在所有者缺位的情况下，盲目投资、利益输送、铺张浪费、变相福利容易频发，而通过现代企业制度多方主体的相互制衡，能够规范混合所有制改革的流程、步骤、手段和途径，做到公开、透明、有法可依。例如，在改革过程中，股份比例怎样确定、股权怎样定价和交易、员工是否持股和怎样持股均可按照建立现代企业制度的要求操作。

### 战略转型思路隐现

对于国家电网的混合所有制改革思路，市场人士表示，最具“钱景”的直流传高压并未进入开放名单。电力专家分析，这实际上是国家电网较切合实际的改革思路。分布式电源并网、电动汽车充换电直接面对广大民众，所以电网将实行市场开放。抽水蓄能电站、调峰储能项目下游仍主要是国家电网，因此将实行投资开放。这四个项目的盈利预期较为明确且容易计算，而特高压的盈利不容易算清，因此不容易吸引民营资本。

与国家电网相比，中石油的管网业务的混合所有制改革吸引了更多的目光。业内人士表示，与中石化相比，中石油的资产转让方式并非引资参股，而是通过产权交易所公开挂牌转让，并且没有控股要求，而是彻底的转让。

石油专家介绍，西气东输管道是我国距离最长、口径最大的输气管道，是与三峡相伴的重大工程，也是西部大开发的标志性工程。为建设西气东输管道，中石油耗资巨大，累计投资或已经超过2900亿元。

中石油2013年年报显示，公司去年天然气与管道业务的营业收入2288亿元，营业利润51亿元，毛利率为2.26%，在公司所有业务板块中最低。石油专家表示，受国家气价调整政策影响，中石油管道业务的盈利波动幅度较大且利润率较低。

李莉表示，中石油的战略规划通常会随着能源行业的周期而调整。由于油气投资额的增加，中石油一直“负重前行”，此时出售管道资产，或许意味着中石油将集中精力于上游开采领域。正和股份相关高管曾表示，勘探、运输、销售是独立板块，其中前端的勘探开采环节在整个石油产业链中技术含量最高。