

债市聚焦

2016.12.21-12.27

2016 年第 50 期 总第 196 期

政策指南

农业领域首个 PPP 指导意见发布
境外投资者投资中国银行间债券市场将更加便利
发改委印发关于债转股专项债券发行指引通知
传统基础设施 PPP 项目资产证券化标准明确

市场动向

违约事件传导链显现 债市杠杆迎三路径“去化”
侨兴集团债券逾期：地方私募债发行管理弊端凸显
农发行成功发行 60 亿元绿色金融债券
首单社会效应债券发行 债市支持脱贫再添新渠道
半年之后 川煤集团又现 10 亿债券违约

联合视点

李振宇：评级机构对控制债券市场风险意义重大
资产支持票据指引引入特殊目的载体 实现破产隔离有望激发市场热情

联合资信官方微信平台



联系方式

北京市朝阳区建国门外大街
2 号 PICC 大厦 17 层
邮编 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com

政策指南

农业领域首个 PPP 指导意见发布

近日，国家发展改革委联合农业部发布了《关于推进农业领域政府和社会资本合作的指导意见》（以下简称《意见》），提出大力推进农业领域政府和社会资本合作（以下简称“PPP”），这是农业领域首个 PPP 指导文件。

《意见》从六个方面提出了政策支持。一是加强政府农业投资引导。转变政府农业投入方式，积极探索通过投资补助、资本金注入等方式支持农业 PPP 项目，强化政府投资的撬动和引导作用。二是加快农村集体产权制度改革。对已建成的重大农业基础设施开展确权试点，政府投资形成的资产归农村集体经济组织成员集体所有，社会资本投资的资产归投资者所有。三是创新金融服务与支持方式。着力提高农业 PPP 项目投融资效率，鼓励金融机构通过债权、股权、资产支持计划等多种方式，支持农业 PPP 项目。四是建立合理投资回报机制。采取资本金注入、直接投资、投资补助、贷款贴息等多种方式，实现社会资本的合理投资回报。五是完善风险防控和分担机制。建立分工明确的风险防控机制，政府负责防范和化解政策风险，项目公司或社会资本方承担工程建设成本、质量、进度等风险，自然灾害等不可抗力风险由政府和社会资本共同承担。六是保障项目用地需要。加强耕地资源的保护与利用，各地要在土地利用总体规划中统筹考虑项目建设需要。

（摘自经济参考报，2016 年 12 月 22 日）

[返回目录](#)

境外投资者投资中国银行间债券市场将更加便利

中国人民银行研究局首席经济学家马骏 12 月 22 日披露，为提升境外机构投资于中国银行间债券市场的便利性，人民银行将协调相关部门从四个方面进一步改进规则和服务水平，争取在不久的将来为主要国际债券指数编制机构将人民币债券纳入相关指数创造条件。

瑞银证券中国首席经济学家汪涛表示，这四个方面的措施能够切实解决海外投资者投资人民币债券过程当中最关心的问题，这四个方面的配套措施实现以后，将有助于吸引更多的境外投资者投资中国银行间债券市场。

（摘自金融时报，2016年12月23日）

[返回目录](#)

发改委印发关于债转股专项债券发行指引通知

为积极发挥企业债券融资对积极稳妥降低企业杠杆率的作用，有序推进市场化银行债权转股权工作，近日发改委印发关于《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》的通知，转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主。

关于发行条件，通知明确，发行人为市场化债转股实施机构，包括但不限于国有资本投资运营公司、地方资产管理公司等。

通知提出，转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权。债转股对象企业应符合《关于市场化银行债权转股权的指导意见》的相关要求。

对于债券募集资金用途，通知明确，主要用于银行债权转股权项目（以下简称债转股项目），债转股专项债券发行规模不超过债转股项目合同约定的股权金额的70%。发行人可利用不超过发债规模40%的债券资金补充营运资金。债券资金既可用于单个债转股项目，也可用于多个债转股项目。对于已实施的债转股项目，债券资金可以对前期已用于债转股项目的银行贷款、债券、基金等资金实施置换。

针对债券期限，通知提出，对于有约定退出时间的债转股项目，债券期限原则上与债转股项目实施期限一致，到期一次还本。也可在实施期限基础上，设置可续期条款。

通知要求，债转股专项债券优先以股权市场化退出收益作为偿债资金来源。债转股专项债券原则上应以转股股权作为抵押担保，如果该股权早于债券存续期提前变现，应将变现后不低于债券存续期规模的资金用于债券抵押。对于债项级别为AAA的债转股专项债券，可不提供上述增信措施。

核准文件有效期 1 年，可选择分期发行方式。债转股专项债券在银行间市场面对机构投资者发行 3 行。

允许以公开或非公开方式发行债转股专项债券。非公开发行人时认购的机构投资者不超过二百人，单笔认购不少于 500 万元人民币，且不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。

通知还提出，债转股专项债券应设置加速到期条款。如债转股项目的股权早于债券存续期提前变现，由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人会议通过后，可提前清偿部分或全部债券本金。

（摘自中国新闻网，2016 年 12 月 26 日）

[返回目录](#)

传统基础设施 PPP 项目资产证券化标准明确

据悉，中国证监会将与国家发改委加强合作，充分依托资本市场，积极推进符合条件的政府和社会资本合作（PPP）项目通过资产证券化方式实现市场化融资，优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化。

近日中国证监会与国家发改委联合发布《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》（以下简称《通知》），对这一事宜作出具体要求。

《通知》要求各省级发改委于 2017 年 2 月 17 日前，推荐 1 至 3 个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域 PPP 项目，报送国家发改委。国家发改委将从中选取符合条件的 PPP 项目，加强支持辅导，力争尽快发行 PPP 项目证券化产品，并及时总结经验、交流推广。

（摘自中国证券报，2016 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

市场动向

违约事件传导链显现 债市杠杆迎三路径“去化”

伴随着国海证券事件的发酵，此前一路高歌猛进的债券市场，正在从三个维度迎来“去杠杆”压力。

一方面是国海事件背后的代持交易模式的可持续性正在受到考验。据记者了解，一些地区的监管分支机构在国海事件后，已经开始关注债券代持活动，这一业务受到更严格监管笼罩的预期也在升温；

另一方面，对债市价格的恐惧和公募基金近期的赎回压力等市场因素，也在促使一些投资机构在主动进行“降杠杆”操作。

更深刻的变化还来自于政策层面，在本月初，监管层还曾下发《债券质押式回购交易结算风险控制指引》对债券质押杠杆背后的风控指标进行勾勒。

事实上，债市的下行预期和市场对降杠杆周期的判断也在向一级市场传导，而一些债券发行人也纷纷延期甚至取消了发行计划。

（摘自 21 世纪经济报道，李维，2016 年 12 月 21 日）

[返回目录](#)

侨兴集团债券逾期：地方私募债发行管理弊端凸显

12 月 20 日晚间，广东金融高新区股权交易中心（以下简称“广东股交中心”）公告称，侨兴电讯和侨兴电信两家企业通过粤股交发行的债券项目 20 日到期。日前，两家企业表示资金周转困难，无法按时还款。

据悉，上述债券由上海招财宝金融信息服务有限公司（以下简称“招财宝”）平台发布，由浙商财产保险股份有限公司（以下简称“浙商财险”）提供本金及收益的到期兑付提供货币债务履约保证保险。

然而，后续的理赔进程却并不顺利。12 月 21 日晚间，浙商财险方面表示，19 日收到了部份材料，“但截至目前，仍有部分事项尚不明确。为尽量减少给投资人麻烦，我司将尽快完成现有索赔申请材料核查，并一次性要求补充资料”。

地方股权交易中心对私募债的发行管理相对宽松。查阅《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》和《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》，两者均明文表示，“发行人应当以非公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者发行私募债券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。每期私募债券的投资者合计不得超过 200 人。”

同时，两家交易所都提出了投资者适当性管理。以上交所为例，其合格个人投资者的条件为个人名下的各类证券账户、资金账户、资产管理账户的资产总额不低于人民币 500 万元等。

对此，蚂蚁金服方面表示，此次涉及的产品是由广东股交中心于 2014 年 12 月备案审核后推送至招财宝平台进行信息发布。2015 年 9 月，招财宝从合作的部分地方交易场所处得知，因监管部门要求，地方交易场所的互联网业务策略将会进行调整，且已于 2015 年 11 月终止与地方交易场所的合作。

21 日，招财宝再次公告称，已经要求浙商财险尽快完成保险责任的核定，及时完成保险赔付，从实质上保障投资人合法权益。此外，招财宝已经联系了专业律师事务所，为投资人提供免费法律咨询，如果投资人需要通过诉讼等法律方式维护自身权益，招财宝将为投资人承担由此带来的全部律师服务费用。

（摘自经济观察报，2016 年 12 月 22 日）

[返回目录](#)

农发行成功发行 60 亿元绿色金融债券

为深入贯彻落实党中央、国务院关于加快推进生态文明建设的战略部署，积极参与我国绿色金融体系建设，践行绿色发展理念，经中国人民银行批准，中国农业发展银行 21 日通过银行间债券市场公开招标发行 60 亿元绿色金融债券，债券期限 3 年，发行利率 3.79%，比前一日收益率低 24 个基点，认购倍数 4.43 倍。这是目前为止境内机构首次通过公开招标方式发行的最大规模绿色金融债券。

发行结果表明，债券市场投资者对绿色金融债券高度认可，不少机构投资者反映，认购绿色金融债券，助力绿色经济发展，是勇于承担社会责任的重要体现，今后将更加积极参与绿色金融债券认购。

农发行人士表示，本次发行绿色金融债券所募集资金将投放于《绿色债券支持项目目录（2015年版）》中的绿色产业项目，主要用于5个省的林业资源保护开发、林业生产基地建设以及林业基础设施建设等，农发行对其真实性、准确性、完整性承担相应的法律责任。农发行承诺在3个月内将所募集资金投放到绿色产业项目，在债券存续期内，农发行将严格按照相关法律、行政法规和规范性文件以及行内相关管理办法的要求对募集资金进行管理，确保专款专用。

（摘自金融时报，2016年12月23日）

[返回目录](#)

首单社会效应债券发行 债市支持脱贫再添新渠道

近日，全国首单社会效应债券——山东沂南扶贫社会效应债券在全国银行间债券市场成功发行。该单债券在中国银行间市场交易商协会注册，采取非公开定向发行方式，金额为5亿元，专项用于沂南县扶贫特色产业项目、扶贫就业点、扶贫光伏电站、扶贫公共服务和基础设施配套等“六个一”扶贫工程。

社会效应债券2010年起源于英国，典型的社会效应债券有三个关键要素：服务对象为公共服务或社会事务领域；运行机制为政府、项目管理方、服务提供方、第三方评估机构等多方合作方式；收益水平取决于项目运行的社会效果。社会效应债券由于可以有效平衡各方利益，更有效地推动社会福利增进，同时可以促进政府服务职能转变，减轻政府当期财政支出压力，受到各国的普遍欢迎。

山东沂南扶贫社会效应债券的成功发行，是社会效应债券模式与我国精准扶贫工作相结合的重要创新成果，为发挥市场化机制的作用，缓解脱贫攻坚资金供需时间不匹配的矛盾，整体统筹和加快推进精准扶贫各项工作，提高扶贫服务供给效率和效益，提供了可行的金融解决方案。同时，进一步丰富了银行间债券市场产品体系，增强了对公共服务领域的投融资服务功能，对于拓宽市场主体社会责任投资渠道，实现债券市场与社会事业共同发展，具有重要意义。

（摘自金融时报，2016年12月26日）

[返回目录](#)

半年之后 川煤集团又现 10 亿债券违约

继 2016 年年中 10 亿元短期融资券违约后，四川煤炭产业集团有限责任公司（简称“川煤集团”）的 10 亿元 PPN（非公开定向债务融资工具）也未能按期兑付本息，已构成实质性违约。

2016 年 12 月 26 日，腾讯财经获得的一份银行间市场交易商协会的文件显示，川煤集团于当日向投资者定向披露《四川煤炭产业集团有限责任公司 2013 年第一期非公开定向发行债务融资工具未按期兑付本息的公告》，表示“13 川煤炭 PPN001”不能按期足额偿还，已构成实质性违约。

知情人士告诉腾讯财经，目前四川省与多家银行正在商议，由四川省国资委与各家银行共同出资，成立川煤集团转型发展基金，以应对川煤的债务危机。

（摘自腾讯财经，2016 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

联合视点

李振宇：评级机构对控制债券市场风险意义重大

2016 年 12 月 24 日，2016 中国债券论坛在北京召开，论坛由国家金融与发展实验室联合第一创业证券股份有限公司主办，第一创业债券研究院承办。会议上，联合资信评估有限公司副总裁、首席研究官李振宇表示，随着信用风险的暴露，评级机构的作用越来越凸显。

李振宇表示，中国债券市场信用风险暴露呈现常态化的趋势，截至目前，有 304 亿元的违约债券，其中 240 亿元还没有兑付。在这种情况下，李振宇认为，评级机构在信用风险管理方面发挥了相当重要的作用，“信用评级的基本功能就是揭示信用风险，为市场提供定价的重要参考”。李振宇表示，通过实证研究发现，信用等级调整是能够引起债券价格显著响应的。

李振宇提出，要更好的改进评级工作，发挥评级机构的作用。对此，他分享了以下几点思考：第一，要加强对宏观经济运行和未来走势的把握。第二，要科

学评判不同行业风险的高低和变化的趋势，行业不景气，或者行业景气度下滑，导致基本面弱化，是发生信用风险最重要的原因之一。第三，回归企业基本面，加大对现金流和资本、财务管理能力的分析。第四，评级机构应该加强级别调整力度，及时对一些事件做出反应，揭示信用风险。第五，强化跟踪，及时沟通，对突发的事件，评级机构应该反应的更快一点。

（摘自和讯网，王婷，2016年12月24日）

[返回目录](#)

资产支持票据指引引入特殊目的载体 实现破产隔离有望激发市场热情

近日，中国银行间市场交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》、《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》。该修订稿引入了特殊目的载体（以下简称“SPV”）作为发行载体，并对参与机构、基础资产、交易结构及信息披露等方面做了详尽的规定。本文将梳理资产支持票据（以下简称“ABN”）市场现状，并从新旧 ABN 指引对比、ABN 与企业资产支持专项计划（以下简称“企业 ABS”）对比等方面进行分析。

一、ABN 市场概览

相较企业 ABS、信贷资产支持证券而言，交易商协会 ABN 产品有三大特点：其一，发行规模小、发行数量少。截至目前，ABN 产品存续 30 单，发行规模 342.90 亿元，其中公募发行 5 单，规模 96.69 亿元。ABN 产品仅占总体发行规模的 3%。其二，发行主体行业较为集中。存续 ABN 项目发起机构多为城投企业或融资租赁公司，市场局限性大。其三，增信作用有限，难以实现破产隔离。从载体形式来看，已发行的 ABN 大多未设置 SPV，主要采取资金监管和基础资产质押形式，票据信用等级主要取决于发起机构或外部增信主体，从法律形态而言属于抵质押债券，未能实现真实出售和破产隔离。

因此，自 2012 年 8 月交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引》起，由于 ABN 产品难以实现破产隔离，实现资产真实出售，无法满足非金融机构灵活融资、低成本融资的诉求，产品发行规模很小，影响力非常有限。

二、新旧 ABN 指引对比

交易商协会顺应市场需求，该修订稿在原基础上做了进一步细化和调整，具体体现为以下四大方面：其一，立足“资产支持”特性，引入了 SPV 作为发行载体。修订稿不仅保留了既有的资金监管配合基础资产质押的操作模式，又立足于资产支持特性，明确“特定目的信托、特定目的公司”可以作为特定目的载体，为未来 ABN 产品的多元化、创新性创造了更多的空间。其二，明确参与机构权责，强化风险防控机制。其三，丰富基础资产类型，放宽准入条件。原指引明确规定基础资产不得附带抵质押等担保负担或其他权利限制，本次修订将“能够通过合理安排解除的”附带抵质押的基础资产纳入考量，进一步丰富了基础资产类型，预计商业地产等基础资产类别会有更大发展前景。其四，配套《注册文件表格体系》，优化操作效率。

该修订稿的颁布使得 ABN 的业务规则得到了完善，回归资产支持实质，前瞻性更强，灵活性更高，也更具操作性，有望激发市场热情，打破发行主体的局限性，丰富基础资产类别。

三、ABN 与企业 ABS 对比

截至目前，企业 ABS 发行规模超过 7 千亿元，基础资产类别覆盖租赁租金、应收账款、信托受益权等十余种；ABN 发行规模仅有 340 余亿。值得一提的是，自首单信托型 ABN 于 2016 年 6 月成功发行以来，ABN 产品注册和发行规模呈现快速上升态势。截至 2016 年 12 月 22 日，ABN 已注册 11 单，注册规模约 175 亿，均为信托型 ABN；市场已发行 4 单，发行规模 96.69 亿元，基础资产局限在租赁资产债权和应收账款两类。

历史数据显示，目前 ABN 与企业 ABS 市场规模差异巨大，银行作为主承销商的客户优势未能显现，银行间市场投资人的积极性也未能充分调动，但该修订稿的颁布有望打破目前的不均衡状态。如表 1 所示，修订后的 ABN 在基础资产、评级要求、发行流程、债权转让方式等多方面都与企业 ABS 趋同，在未来，ABN 产品基本可以实现与企业 ABS 同样的功能。

与企业 ABS 相比，ABN 的交易场所为流动性较强的全国银行间债券市场，又有拥有丰富的客户资源的银行作为主承销商，且 ABN 产品不受合格投资者人

数限制，投资者资源丰富，有望满足发起机构低成本高效率融资的诉求。笔者整理了截至 2016 年 12 月 22 日已成功发行的 4 单信托型 ABN 基础资料。数据显示，相较于同期限同评级的企业 ABS 产品，信托型 ABN 的发行成本具备一定优势。

四、展望

在信托型 ABN 逐步获得市场认可的背景下，交易商协会推出的指引修订稿明确引入了 SPV 以实现破产隔离，有望助力发起机构实现资产出表、优化资产结构。该修订稿的推出使得 ABN 产品基本可以实现与企业 ABS 同样的功能，信托型 ABN 产品的基础资产有望从租赁资产及应收账款扩展到小额贷款、信托受益权、物业租金等多种基础资产类型，进一步结合银行间市场融资成本优势，笔者认为 ABN 产品潜力巨大，发行规模有望较快提高。

（摘自中国债券信息网，结构融资部孟垚圻供稿，2016 年 12 月 23 日）

[返回目录](#)