

# 债市聚焦

2017.4.26-5.2

2017 年第 17 期 总第 213 期

---

## 政策指南

浙江出台地方政府性债务风险应急处置预案  
中关村出台新政促绿色金融发展，给予贷款和债券贴息  
创投企业瞄准双创债 “明股实债”或终结  
试点地区跨国企业获准开展跨境人民币双向资金池业务

## 市场动向

地方债首季发行骤降 50%，积极财政遭市场质疑  
汽车互联网交易平台易鑫 ABS 上交所挂牌  
城投债发行利率大幅上涨，城投公司海外发债井喷  
偿债高峰逼近 警惕风险暴露  
又见取消发债潮  
银行未现大规模委外赎回

## 风险事件

珠海中富未按期足额偿付违约中票本金

## 联合视点

2017 年一季度债券市场回顾与二季度展望  
联合资信展望资产证券化发展前景并分享十佳交易案例  
项目收益债券研究报告  
信贷资产证券化十佳交易揭晓，联合资信占据半壁江山

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

### 浙江出台地方政府性债务风险应急处置预案

浙江省近期出台地方政府性债务风险应急处置预案，要求省政府设立浙江省地方政府性债务管理领导小组，由省长任组长。省财政厅建立全省地方政府性债务风险评估和预警机制，同时明确各市、县（市、区）政府应当按照“谁借、谁还、谁管”的原则，各负其责，建立地方政府性债务风险应急处置机制。

上述预案按照地方政府性债务风险事件的性质、影响范围和危害程度等情况，将事件等级划分为Ⅰ级（特大）、Ⅱ级（重大）、Ⅲ级（较大）、Ⅳ级（一般）四个等级，每个等级相应明确了认定标准和应急响应措施。

该预案提出，省政府对全省地方政府性债务风险应急处置负总责，各市、县（市、区）政府应当按照“谁借、谁还、谁管”的原则，各负其责，建立地方政府性债务风险应急处置机制，履行债务风险防范的主体责任，切实防范债务风险。设区市政府负责所辖区域债务应急处置的各项工作。

预案所称地方政府性债务风险事件，是指本省范围内各级政府已经或者可能无法按期支付政府债务本息，或者无力履行或有债务法定代偿责任，容易引发财政金融风险，需要采取应急处置措施予以应对的事件。

预案要求省财政厅建立全省地方政府性债务风险评估和预警机制。对地方政府债务率高于100%的市、县（市、区），作为高风险地区，进行红色预警；地方政府债务率处于95%（含95%）~100%的市、县（市、区），作为中风险地区，进行黄色警示；地方政府债务率低于95%的市、县（市、区），为绿色安全的低风险地区。预案称，高风险地区要切实履行5年化债计划，逐年降低地方政府性债务风险，完成化债目标，在5年内将地方政府债务风险指标降低到警戒线（100%）以内。在高风险地区债务风险预警指标未降到警戒线以内期间，不予增加地方政府债券。

此外，预案还指出，发生Ⅳ级以上地方政府性债务风险事件后，应当适时启动债务风险责任追究机制，依法对相关责任人员进行行政问责；银监部门应对银

行业金融机构相关责任单位和人员依法追责。

（摘自新浪网，2017年4月28日）

[返回目录](#)

## 中关村出台新政促绿色金融发展，给予贷款和债券贴息

中关村管委会日前出台《中关村国家自主创新示范区促进科技金融深度融合创新发展支持资金管理办法》，其中在支持绿色金融发展方面，提出给予“绿色企业”贷款贴息支持以及支持企业通过发行绿色债融资。

管理办法提出，给予“绿色企业”贷款贴息支持。对于“绿色企业”通过科技信贷产品融资的，按照40%的贴息比例给予补贴。对单家企业同一笔科技信贷融资的年度补贴支持不超过50万元，同一笔科技信贷融资的补贴不超过3年。

支持企业通过发行绿色债融资。对于发行绿色债融资的企业，按照票面利息的40%给予补贴。单家企业年度直接融资的利息补贴不超过100万元。同一笔直接融资业务的利息补贴不超过3年。

中关村示范区促进科技金融深度融合创新发展支持资金从中关村示范区专项资金中列支，并按照年度预算进行安排。该管理办法所指企业为在中关村示范区内注册的高新技术企业（指国家高新技术企业和中关村高新技术企业）；所指的金融机构是银行、担保公司、保险公司、证券公司、股权投资机构、信托机构、融资租赁公司等为中关村创新创业企业提供金融服务的机构。

（摘自金融界，2017年4月28日）

[返回目录](#)

## 创投企业瞄准双创债 “明股实债”或终结

日前，证监会出台《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）》（简称《指导意见》），创投企业被列为双创债两大发行主体之一。

### 创投企业首入双创债发行主体

《指导意见》明确规定了双创债的试点范围、重点支持对象以及相关的制度

安排。值得注意的是，不是所有的 VC/PE 机构都可发债，《指导意见》规定了双创债的两大发行主体，一是双创企业，其为双创债的主要发行主体；二是为双创企业提供直接融资服务的创投企业，并且其募集资金必须专用于投资双创企业股权。中邮证券首席策略分析师程毅敏认为，VC/PE 纳入双创债发行主体，拓宽了投资范围，风险偏好也适当降低，股票收益率波动比较大，债券有发行主体，有承销行，风险相应降低，稳定性更好。此外，债券到期可以收回。也可实行“债转股”，退出机制更加灵活。根据《指导意见》，试点初期，重点支持对象主要为两类：一是注册或主要经营地在国家双创示范基地、全面改革创新试验区、国家综合配套改革试验区、国家高新技术产业开发区和国家自主创新示范区等双创资源集聚区域内的公司；二是已纳入新三板创新层的挂牌公司。

### “明股实债”或终结

对于 VC/PE 机构来讲，在投资创业企业的过程中，因业绩、估值等因素的不确定性，经常与创业企业达成“明股实债”的投资协议，结果是创业企业资产负债率下来了，财务负担却上去了。针对这一现象，《指导意见》明确了相关的制度安排，允许非公开发行的双创债设置转股条款，通过私募可转债这一交易所挂牌的标准化债券产品，可有效满足创业企业与投资机构的投融资需求。试点阶段，发行私募可转债主体暂限定为新三板创新层公司和非上市非挂牌公司。

“实际上，‘债转股’相关政策的出台有助于各类 VC/PE 机构的进入和退出，是部分创业投资领域资金有序进出的一个重要保障。另外，此项条款也可稳定获投企业，对于一些创新类的企业来说，尤其欢迎类似的投资。”易观研究院智库总监严跃进表示。他还认为，对于有较高成长性的企业来说，“债转股”有利于其把握投资机会，更容易受到 VC/PE 等资本的青睐。不过有一点需要注意，盲目运用“债转股”可能会掩盖企业的负债压力。

分析人士指出，目前双创债在试点阶段，未来将建立双创债专项审核、绿色通道等配套机制，后期证券交易所通过对双创债进行统一标识，有望实现市场分层，这将大大加快双创债上市预审核或挂牌转让条件确认效率。

（摘自中国证券报，刘宗根，2017年5月2日）

[返回目录](#)



## 试点地区跨国企业获准开展跨境人民币双向资金池业务

进一步促进人民币跨境使用，提高跨国公司人民币资金使用率，促进人民币国际化，国家发改委等五部门昨日发布《关于进一步推进开放型经济新体制综合试点试验的若干意见》（简称《意见》）指，试点地区符合条件的企业的境外母公司可以在境内发行人民币债券，并且允许 12 个试点地区符合条件的跨国企业集团开展跨境人民币双向资金池业务。

刊登在发改委网站的《意见》称，构建开放型经济新体制综合试点试验工作自去年五月已全面启动，济南市、南昌市、唐山市、漳州市、东莞市、防城港市，以及浦东新区、两江新区、西咸新区、大连金普新区、武汉城市圈、苏州工业园区等 12 个试点城市和区域积极探索推进各项改革措施，成效初步显现。现将进一步支持试点地区探索扩大贸易投资便利化、推进放管服改革等。

《意见》指出，在符合相关法律法规的前提下，为外资银行在试点地区设立分支机构、民营资本与外资金融机构共同设立中外合资银行提供便利。在内地与香港、澳门《关于建立更紧密经贸关系的安排》框架下，放宽港澳服务提供者在试点地区设立资信调查公司的限制。

《意见》还表示，支持沿边试点地区建设边境旅游试验区和跨境旅游合作区，积极培育沿边旅游开放新支点。同时，在海关有效监管前提下，允许试点地区具有保税油供应跨区域开展连锁经营资质的企业，在关区内向国际航行船舶开展跨直属关区保税油供应业务。

（摘自新浪网，2017 年 5 月 2 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 地方债首季发行骤降 50%，积极财政遭市场质疑

当前，一季度地方债发行已经结束。从发行情况来看，今年较往年开始的时间较迟，第一批地方债在 2 月最后一个交易日才定向发行。而 4745 亿元的发行规模也不足去年同期 9554 亿元的一半。

究其原因，专家认为，由于今年地方债整体发行成本偏高，地方政府发行意愿有推延；其次地方债整体发行规模较小，地方政府并不急于发行地方债，地方债整体的发行节奏可以有所放缓。“除此之外城投债置换目前尚未有比较清晰的进展，也会对地方政府的置换债发行节奏有一定影响”，专家说。

近期，有媒体报道，2017 年地方债置换规模约 3 万亿，市场投资者可能存在“今年财政部压缩了置换额度”的误解，从而对今年“积极财政”存在些许怀疑。实际上，“今年置换规模这么少，是因为剩余非债券形式地方政府债务规模比市场预期的要少很多。”

在今年 3 月中旬公布的《关于 2016 年中央和地方预算执行情况与 2017 年中央和地方预算草案的报告》显示，2016 年末，全国地方政府债务余额 15.32 万亿元，控制在年度地方政府债务限额 17.19 万亿元以内。由此可见，经过两年的债务置换和地方债全面自发自还后，地方政府负有偿还责任的债务余额不增反降。

专家表示，在地方债务置换的背景下，地方政府或并未完全使用置换额度，比如债务自然到期时，地方政府仅部分续发，甚至不续发地方债。导致地方政府债务余额明显低于当年的债务限额，存量非债券形式地方债务剩余置换规模也明显偏小，远小于按照每年置换规模倒推计算的剩余可置换债务规模。

从一季度披露地方债务余额省份的债务情况推算，2016 年末未置换地方债务规模为 4.7 万亿。在此情况下，天风证券孙彬彬表示，2017 年地方债置换债规模预计为 2.94 万亿，新增债规模预计为 1.59 万亿，合计发行 4.53 万亿。

（摘自和讯网，王伟，2017 年 4 月 26 日）

[返回目录](#)

## 汽车互联网交易平台易鑫 ABS 上交所挂牌

4 月 24 日，“中泰-易鑫二期资产支持专项计划资产支持证券”（简称“中泰-易鑫二期 ABS”）在上海证券交易所正式挂牌，发行规模超 20 亿元，主承销商为中泰证券股份有限公司。这是易鑫集团自 2016 年来发行的第 6 轮场内 ABS 产品。截止目前，易鑫已成功发行包含场内 ABS 和场外 ABS 在内，总计超过 100 亿元的 ABS 产品，年化利息成本为 3.8%。

而从发行规模上看，作为此前与中泰证券所签订的 200 亿元的一揽子战略框架协议中的重要组成部分，易鑫本轮 ABS 的发行规模，远高于自身此前 5 轮场内 ABS，同时也是目前汽车互联网交易服务领域，受证监会监管、以汽车融资租赁资金为底层资产发行规模最大的场内 ABS。

同时，易鑫还是首家在保险资管行业发行资产支持计划的汽车互联网交易平台，联合华泰保险推出总规模高达 10 亿元的险资 ABS 产品。

此次 ABS 承销商中泰证券股份有限公司副总经理刘珂滨先生表示，从战略层面和资产层面，易鑫已经在行业内，率先完成了从金融到汽车互联网交易平台的转变，拥有多元化的业务体系，更以大数据为技术基础，建立了较为完备的风控的体系。此次发行的规模正是基于资本市场对易鑫的看好，而主动选择场内 ABS 的发行通道，也是出于对易鑫持续健康发展的信心。

易鑫集团创始人兼 CEO 张序安表示，此次发行规模获监管机构认可，彰显了易鑫汽车互联网交易平台奉行多元化交易模式的价值，相信随着易鑫汽车互联网交易平台整合能力的加强，易鑫的资本价值将会进一步凸显。

公开资料显示，易鑫集团成立于 2014 年 8 月，作为业内唯一一家获得腾讯、京东、百度、易车等互联网巨头注资 65 亿元的企业为消费者提供新车交易、二手车交易、汽车贷款、汽车保险、汽车租赁、车抵贷、车主信用卡等涵盖汽车消费周期的多项业务，打造便捷的一站式汽车交易解决方案。

（摘自经济观察网，2017 年 4 月 25 日）

[返回目录](#)

## 城投债发行利率大幅上涨，城投公司海外发债井喷

随着监管政策进一步收紧和去杠杆的持续推进，资金面持续紧张，一级市场不少债券发行难度加大、发行利率高企，其中新发城投债表现尤为抢眼。4 月 18 日发行的“17 黔南债 01”和“16 营经开债 02”，两只债券均为 7 年期、10 亿规模的 AA 级城投债，票面利率分别为 6.99% 和 6.98%，相较 2017 年之前发行的同信用评级债券，发行成本跳涨了 100-150 个 BP。如“17 黔南债 01”是由黔南州市政度出资设立的国有独资公司——黔南州国有资本营运有限责任公司发行的一般企业债，无政府信用担保，债券评级和主体评级均为 AA 级。

## 城投债发行利率大幅上涨

数据显示，4月中旬以来，各类别城投债一二级市场几乎全线上涨，从到期平均利率看，以7年期AA级城投债为例，近10日上涨20个BP。

华创证券固收分析师吉灵浩告诉记者，因为债市的调整和资金面的持续紧张，从2016年底开始，信用债一直保持上行趋势，城投债与信用债趋势保持一致，至今已累计上涨100-200个BP。

九州证券首席经济学家邓海清表示，自2016年底以来，债市一、二级市场均表现较弱，一级市场的发行利率一路走高，特别是近两周严监管的超预期，叠加市场传闻委外赎回，进一步推高债券一级市场发行利率。

国信证券资管部业务总监陈天宇也指出：“最近资金成本水涨船高，所有企业发债成本都在上行。即使信用评级相同，但发债成本的地域差异还是存在的。”

数据显示，2017年4月新发债券中，贵州、辽宁、黑龙江三地发行平均利率位列前三，均在6.2%以上，而上海、北京平均发行利率最低，在4.5%以下。

吉灵浩表示，银行一般不愿意承担这部分风险购入，资金来源更有可能是券商资管计划和信托，而这些渠道本身资金成本就较高，更加推高平台债利率。

除却资金紧张和债券本身资质的影响外，某券商业务员表示，4月7日起中证登将可质押债券的评级提高至AAA级，AA+及以下评级的债券将无法入库质押的新政，对AAA级以下的新发债券影响已经开始体现。业内人士指出，因为新发的AAA级以下债券无法进行质押回购，流动性溢价势必会算入发行成本中，考虑这个因素，应该可以合理解释利率的跳涨。还有多位业内人士表示，新政策的影响只是开始，对评级一般的新发债券影响将是持续性的。

## 城投公司海外发债井喷

中资企业海外发债自2010年开始提速，到2016年达到高峰。数据显示，截至2016年底，全年中资企业境外发债超过1200亿美元，其中“城投美元债”发行规模接近120亿美元。数据显示，截至一季度，今年以来城投美元债发行期数为5只，规模为13.5亿美元，与去年同期的6亿美元发行量相比，一季度发行量明显提高。



除了政策鼓励海外发债外，对发行人来说，权衡境内外发债成本也是关键。据介绍，以今年一季度城投公司发债情况为例，总体来看，信用评级较高的城投美元债的融资成本显著低于境内融资成本，但对于评级较低的企业，其境外融资成本相对较高。例如，3月，境外发行的两只城投美元债的国内相应评级为AA和AA+，海外发行利率分别为5.75%和4.5%，但同样级别三年期城投债的境内平均发行利率分别为5.62%和5.61%。另外，从投资者的角度看，当前城投美元债的投资者仍以中资背景为主。专家称，即便2016年以来城投美元债发行量“井喷”，但对真正外资背景的海外投资者来说，仍搞不清城投公司的类型，所以投资的也少。

（摘自21世纪经济报道，侯潇怡，2017年4月26日）

[返回目录](#)

## 偿债高峰逼近 警惕风险暴露

市场热议金融监管之时，阶段性偿债高峰已悄然来临。据Wind提供的数据统计，5月份待偿债规模超过2.6万亿元，是上年同期的1.5倍还多，且为目前的历史次高值。当月到期同业存单规模逾1.5万亿元，到期信用债逾5000亿元。市场人士指出，在金融监管加强，再融资压力再度加大之际，偿债压力攀升或增添风险暴露的几率。

### 到期压力山大

截至4月26日，2017年5月待偿付的各类债券总额已达26195.85亿元，较去年同期的16788.30亿元增加约56%；与本月20901.46亿元的偿还量相比，将至少增加5294.39亿元。之所以说“至少”，是因为在月底前剩余几日，银行还可能继续发行超短期限的同业存单，将导致5月实际偿债压力进一步上升。

同业存单正是大量即将到期的债券中最庞大的一类。Wind数据显示，截至4月26日，将于2017年5月到期的同业存单已达15513.80亿元，占到5月总偿还量的六成左右。事实上，自今年2月以来，每月到期的同业存单均过万亿，其中3月为15910.90亿元，4月为11772.10亿元。以目前数据来看，今年3月同

业存单到期规模创了历史新高，当月总偿债规模达到 27251.89 亿元，亦是迄今为止的历史极值。从中不难看出同业存单的偿还量对总偿债量的“贡献”。

到目前为止，5 月偿债规模仅次于 3 月，为历史次高值，而 2017 年 11 月及之前各月总偿债量均超过 1.2 万亿元，偿债规模均不小，其中同业存单到期规模居高不下是主要原因，而且随着存单滚动发行，到期量也将继续上升。

另值得一提的是，未来数月信用债到期规模也不小。数据显示，以企业债、公司债、短融中票和定向工具为统计对象，从今年 3 月开始一直到 9 月份，非金融企业信用类债券的偿还量均超过 3800 亿元，其中 3 月份、5 月份、8 月份超过 5100 亿元。

### 警惕信用风险

市场人士指出，去年底以来，债券市场走弱，而随着近期监管明显加强，金融去杠杆深入推进恐对债券需求端造成进一步冲击，债券需求弱化、融资成本上行或加大企业再融资压力，从而可能加剧信用风险暴露的几率。

中金公司此前一份报告指出，中国信用债到期高峰自 2014 年到来后，2015-2017 年继续增长，付息量也伴随存量债券规模增大而不断增加。2016 年已经出现的城投、产能过剩行业债券到期量大、低评级品种到期占比增加、短融频繁到期的特征还继续存在。如果企业自身偿债能力不能明显改善的话，债市违约维稳会是一场持久战。

近期海通证券研报进一步指出，金融去杠杆意味着信用扩张转为收缩，面对巨量信用债到期压力，民营还债压力将与日俱增，因而对于信用债、尤其民企债的风险要高度警惕。

而对于同业存单发展趋势，华创证券报告指出，4 月以来同业存单整体发行规模有所回落，但发行利率持续上行说明了需求的下滑更为明显。体现出当前监管措施不仅限制同业存单的发行，也对同业存单在购买形成制约。5、6 月份同业存单到期量压力较大，叠加本次监管措施不会放松且持续时间较长，预计未来同业存单利率或进一步小幅上行。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017 年 4 月 27 日）

[返回目录](#)

## 又见取消发债潮

27日，国债期货连续第三日上涨，现券收益率也稳中有降，债券二级市场正逐步走出前期连续调整的阴影，但一级市场还未结束动荡，信用债一级市场上再现大量取消发行的情况。市场人士指出，一级市场动荡仍可能持续，尤其是在月末时点上，需关注债券融资难度加大，给中低等级发行人可能造成的财务压力和流动性风险。

### 这次波及有点广

在中国货币网、上海清算所网站等信息披露网站上，最近取消发债的公告再一次刷了屏。以中国货币网为例，4月26日，在网站“其他与发行相关的事项”一栏中，共发布20则公告，其中有16则公告都是关于取消发债的，还有1则是调整发行计划。在上海清算所网站“重大事项及其他”一栏中，4月26日共发布取消发债公告24则；27日又有12则取消发债公告发布。据不完全统计，截至4月27日，本月以来共有136支债券被取消或推迟发行，其中本周前四个交易日被取消或推迟发行的债券就达到69支，占到一半，因此，说本周出现了取消发债潮也不为过。而考虑到公告披露的滞后性，情况可能更严重。

从券种上看，最近被推迟发行或发行失败的债券仍以银行间市场的超短融、短融、中票为主，但这一次取消发债潮的波及范围明显扩大。首先，出现了多起企业债发行失败或推迟发行的案例。27日，遵义市播州城投公告称，其发行的“17遵义播投债”将择期重新簿记建档。同日，四川秦巴新城集团宣布延期发行“17秦巴新城债”。“17绿湘集团债”、“17滇投债”、“17长经开债02”、“17安丘债”等企业债发行人近日也纷纷发布了推迟发行或择机重发的公告。其次，部分私募债发行受到影响，25日，苏宁电器集团原定发行两支私募公司债的事宜就被延期。最后，连利率债一级市场都受到波及。25日，国家开发银行宣布调整4月27日的债券发行计划，取消了原定发行的三支固息债中的7年期品种。

### 冲击波还在继续

27日，国债期货连续第三日出现反弹；同日，现券市场收益率稳中有降，10年期国债成交在3.45%，10年期国开债成交在4.16%，较周初高点回落5至6个

基点。债券二级市场看起来正逐步走出前期连续调整的阴影，但一级市场显然还没有结束动荡。

市场人士表示，近期一级市场再现集中推迟发行或发行失败的现象，从侧面印证了这一次债市波动的剧烈程度。本周初，10年国债收益率一度站上3.5%，10年国开债一度升破4.3%，相比月初时，债市整体收益率上行20BP以上，并创了去年调整以来的新高，其中信用债收益率上行更明显。

从以往来看，二级市场波动大时，一级市场出现推迟或取消发债的情况就多，背后的原因无外乎有两种：一是利率波动加剧发行难度，债券可能在原协商利率区间内出现认购不足的情况，导致发行失败，发行人被迫取消或推迟发行；二是发行人出于自身财务考虑，主要是融资成本、财务安排、融资方式等，主动选择推迟发行。

以往情况还表明，一级市场情绪修复往往比二级市场要慢，因此即使近期二级市场行情出现了一定企稳，但一级市场动荡仍可能持续，尤其是在月末时点上。

进一步来看，当前推迟发行的债券大部分将成为未来的供给。目前国企等发行人尚可以转道信贷融资，但对于大量的中低等级发行人尤其是民企类发行人来说，对债券融资的依赖度仍相当高，过去一段时间，债难发且成本大增，对这类发行人的冲击是显著的，若长此以往，恐将加剧信用风险的暴露。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017年4月28日）

[返回目录](#)

## 银行未现大规模委外赎回

近期，有市场传闻称“某大型国有商业银行于近日大举赎回委外近千亿元”，这一消息一经传出，很快就在业内引发讨论。而随着“千亿规模委外资金赎回”传闻的发酵，市场也出现“恐慌情绪”，股市债市甚至出现“双杀”现象。

### 亏损和监管“双杀”

由于各类资管产品之间存在嵌套，中间可能存在重复计算等原因，目前委外的具体数字较难测算精确。而据天风证券、华泰证券等多家券商估算，目前银行委外规模在10万亿元左右。



近期，监管部门对委外业务的监管趋严。先有证监会出台了针对委外定制基金的相关规定，又有银监会连发7道文出手整治。其中，银监会发布的《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》、《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》两个文件更是直指银行表外理财、同业空转套利等不规范行为。

在这种“双管齐下”的监管之下，国有大行、股份制银行、城商行等各类银行委外业务受到冲击。对此，一位城商行人士在接受记者采访时表示，“从央行3月底的MPA考核，到银监会陆陆续续的7个文件，商业银行、中小城商行都在加快调整资产机构的脚步。”

“不过，驱动委外赎回的原因也并不仅仅是受强监管影响。”上述城商行人士表示，去年下半年的债市调整、银行资金荒和银监会加强同业业务和理财业务监管等都是引发委外赎回的推手。

### “赎回潮”未现

针对市场上愈演愈烈的“赎回潮”消息，近期，多家银行都作出了回应。

4月26日，工行对外表示，自己并非传言中的“某大行”。“今年以来，中国工商银行在资产管理业务的发展中坚持‘自主投资为主、委托投资为辅’的原则，通过适量委托投资合作丰富策略组合构建、细分策略投资，委托投资运作始终保持正常、稳定，没有大规模委外赎回的情况。”该行负责人解释称。

浦发银行分管金融市场业务的副行长谢伟则在近日的2016年年度股东大会上称，近年来对于表外资金，浦发银行尝试借助“外力”，选择一些优质券商，适度探索委外投资。但目前这部分量比较小，在可控范围内，浦发银行不存在赎回压力。

“目前并未发生大规模的委外赎回现象，之前的部分报道在很大程度上属于误传。”国家金融与发展实验室银行研究中心研究员游春对《国际金融报》记者指出：“仅从委外业务规律来说，其实也不太可能存在大批量的集中赎回现象。即使有赎回，也会是按照业务到期的情况分层分批次地赎回。”

### 市场需保持冷静

据记者采访了解，大规模的委外赎回，事实上就相当于抽回市场的流动性，造成市场流动性的枯竭，并带来市场上的其他风险。如信用风险、违约风险等。

因此，受委外业务“赎回潮”传言影响，股市债市“跌跌不休”。

4月25日，申万宏源发布的研报指出，股票市场委外赎回规模为227亿至660亿元，实质影响有限。银行资金的投向结构中，占比最大的是债券和非标，股票市场的委外资金占比远远小于债券市场和非标债券。

有分析认为，虽然预计大规模赎回潮不会出现。但进一步看，在金融去杠杆持续推进的过程中，银行整体风险偏好下降，委外需求回落对信用债明显不利，尤其低评级信用债受到的负面冲击更大，若后续流动性风险与信用风险共振，仍不排除高风险债券遭遇集中抛售的可能。

对此，鲁政委表示，不能因为近期市场的波动，就觉得都是由巨额的委外赎回造成的，这并不一定。从市场的角度来讲，在各种新的信息出来的情况下，保持理智、冷静的态度是非常重要的。

（摘自国际金融报，2017年5月1日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 珠海中富未按期足额偿付违约中票本金

已于今年3月发生违约的中票发行人珠海中富27日发布公告称，其未能在此前约定的时间（2017年4月26日前）偿还“12珠中富MTN1”剩余本金，公司将延期支付该部分资金。

“12珠中富MTN1”已于今年3月28日到期违约，应付债券本金5.9亿元，应付债券利息3894万元。在发生违约后，珠海中富按照相关规定，配合主承销商于3月31日召开了“12珠中富MTN1”第三次持有人会议，并约定于今年4月26日前偿还剩余的本金。据珠海中富公告，今年4月5日、18日、21日，该公司分别向“12珠中富MTN1”偿债专户存入1.6亿元、1亿元、11894万元，已于4月18日兑付了全部应付利息。截至4月27日，公司中票偿债专户余额为3.4亿元，将全部用于兑付债券本金。珠海中富表示，将尽快存入差额部分。

（摘自中国证券网，张勤峰，2017年4月28日）

[返回目录](#)

## 联合视点

### 2017 年一季度债券市场回顾与二季度展望

本季度，债券市场共发行各类债券 8.34 万亿元，环比和同比均小幅增长。其中，银行间债券市场新发债券 7.85 万亿元，占债券市场发行总量的比重(94.10%) 环比和同比均有所上升，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。本季度，地方政府债、企业债、中期票据、短期融资券(含超短融)和公司债的发行期数、发行规模环比和同比均大幅下降，主要是受资金面偏紧使得融资成本上升以及债券违约事件持续发生使得需求下降等因素的影响；同业存单发行期数、发行规模环比和同比均大幅增长，这主要是基于银行在资金面偏紧的情况下为应对 MPA 考核压力以及市场利率变化中主动管理负债的客观需求，另一方面也为同业存单纳入 MPA 的监管预期预留更大的操作空间。

#### 1、发行量大幅下降

本季度，受资金面偏紧导致发行成本上升以及债市信用风险事件持续发生打击市场信心导致发行不畅等因素影响，非金融企业所发债券的发行期数(788 期)、发行家数(540 家)和发行规模(8837.65 亿元)环比和同比均减少 50%左右，降幅明显。具体来看，本季度，共有 92 家企业发行短融 100 期，发行规模为 935.30 亿元，发行量环比降幅均在 14%以上，同比降幅均在 55%以上，平均发行规模相对稳定，发行期限仍以 1 年期为主。本季度，共有 214 家企业发行超短融 326 期，发行规模 4142.10 亿元，发行量环比和同比降幅(40%左右)明显，平均发行规模环比变化不大，同比降幅较大，发行期限仍以 270 天为主。

#### 2、发行主体/债项信用等级向 AA+级(含)以上集中

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA+级(含)以上集中趋势更加明显，且 AA 级(含)以上级别主体所发短融期数和规模分布更趋均匀。

#### 3、民营企业债券发行量占比继续上升

从发行主体的所有制性质方面看，本季度，国有企业依然是非金融企业所发

债券最多的企业类型，但所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比（70.83%、79.96%）环比和同比均出现小幅下降；民营企业所发债券在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比（22.38%、14.00%）环比和同比均有所上升。外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

#### 4、债券发行地区集中度保持稳定

本季度，江苏、北京和山东地区的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位列前三位，其中江苏的非金融企业所发债券的期数（85期）超越北京，位居第一，北京的非金融企业所发债券的规模（1892.82亿元）仍然显著领先于其他地区。本季度非金融企业发行债券期数前十位的地区中，江苏、北京、山东、浙江、广东、上海、湖北、福建8个地区非金融企业发行债券期数和规模环比和同比均大幅下降。从发行地区集中度来看，本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（72.22%、76.56%）环比和同比均变动不大，债券发行的地区集中度保持稳定。

#### 5、发行主体行业分布变化不大

本季度，建筑与工程、多领域控股、煤炭与消费用燃料、电力和房地产开发行业非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前五位，其中建筑与工程行业的发行期数（83期）仍然最多，电力行业发行规模（859.00亿元）最大。受行业融资渠道受限影响，房地产开发行业发行期数（33期）和发行规模（437.70亿元）环比变动不一，而同比均大幅下降75%以上。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（53.24%、59.89%）环比略有上升，同比变化不大，行业集中度基本稳定。

#### 6、担保债券具有略高的风险溢价要求

本季度，共有37期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为247.80亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的5.71%和3.27%，同比、环比均有所下降。其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为1期、8期、3期、18期和7期，发行规模分别为10.00亿元、58.00亿元、21.00亿元、125.80亿元和33.00亿元。其中，保证担保32



期，抵押担保 4 期，质押担保 1 期，保证担保仍为主要增信方式。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170426/147055492.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部夏妍妍、刘艳供稿，2017 年 4 月 24 日）

[返回目录](#)

## 联合资信展望资产证券化发展前景并分享十佳交易案例

2017 年 4 月 26 日上午，联合资信评级总监张驰先生受邀参加“2017 中国资产证券化论坛年会”。

在以“企业资产证券化：从多样化到标准化之路”为主题的圆桌会议上，联合资信评估有限公司评级总监张驰先生回顾了资产证券化市场过去十余年的发展历程，比较了目前国内外市场的共性与差异，并展望我国资产证券化未来的发展、机遇与挑战。

张驰先生表示，过去十余年间，资产证券化市场经历了多轮的探索与创新，市场活跃度上升，产品多样化逐步显现。在国家政策的大力推进，各方的紧密推动与配合下，我们可喜的看到国内资产证券化基础资产的品类已赶超了美国、欧洲、日本等国。在泛资产证券化的今日，回首中国资产证券化历史历程，去追本溯源，去思考下一步前行的方向，去探索下一个创新的机遇。

张驰先生表示，目前国内发展相对成熟的信贷资产证券化产品不能止步于此，更需要去突破、创新，去向成熟市场学习。信贷资产证券化起步最早、规模最大，与商业银行未来的转型和发展密不可分。但国内的信贷资产证券化产品发行因仍停留在发起机构层面，入池的基础资产仍倾向于选择高信用等级、高质量的企业贷款，对发起机构、债务人/融资人以及投资者的作用有限。张驰先生表示，中国资产证券化市场未来应进一步回归到资产证券化本身的逻辑上。从资产端而言，提高基础资产分散性，下沉基础资产信用等级，使资产证券化产品能普惠到融资需求较大的中小企业，加大利差，提升利润空间。从证券端而言，针对投资者诉求，对证券进行细分操作，并打造专业的资产管理公司，把重点迁移到资产动态管理方面。未来资产证券化的发展应当是基于内因、外因的同时驱动，向成熟市场学习，让市场更为积极有效。

张弛先生表示，从评级公司的角度来看，跟随中国资产证券化发展的大浪潮，评级公司也面临更大的机遇和挑战。评级公司的评级方法应透明化，为投资者公开提供，多与市场进行常态化交流。张弛先生还表示，评级公司会与各机构一起探索与成长，希望未来资产证券化领域能有更长足的发展，资产证券化产品能更深层次、更有效率的服务于实体经济。

同日下午，联合资信结构融资部分析师王欢受邀参加 CSF2017 年度奖获奖项目经验分享会，以和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券项目（简称“和享一期”）为例进行解析。信贷资产证券化年度十佳交易奖获奖项目中，联合资信为其中五单提供评级服务，占领了半壁江山。和享一期是以招商银行合法持有的 21 万余笔贷款为基础资产，采用持续购买结构，交付予华润深国投信托有限公司，并成立的资产支持证券化信托。该交易入池资产均为招商银行正常类账单分期借款，分散性良好。交易通过持续购买结构设计，解决了基础资产期限较短、还款时间不确定等带来的问题，以保障投资者的收益。分析师王欢从交易概要、交易结构和入池标准、项目亮点三个维度深入解析，得到了与会人员的热烈反响。

（摘自联合资信微信公众号，结构融资部供稿，2017 年 4 月 26 日）

[返回目录](#)

## 项目收益债券研究报告

银行间市场为项目收益债券主要发行市场。截至 2017 年 3 月底，已发行的项目收益债券共计 73 支，其中发改委口径的项目收益债券 52 支，项目收益票据 21 支，发行人共计 63 家。52 支项目收益债券中，在银行间市场和交易所市场双市场发行的债券共 15 支，仅在银行间市场发行的债券共 37 支，银行间市场为项目收益债券主要发行市场。52 支项目收益债券发行总额合计 503.40 亿元，平均每支债券发行额度为 9.68 亿元，发行额度小于 7 亿元的债券共 16 支，发行额度大于 7 亿元（含）小于 10 亿元的债券共 6 支，发行额度大于 10 亿元（含）小于 15 亿元的债券共 21 支，发行额度大于 15 亿元（含）的债券共 9 支。

从发行规模的历史变化看，在首支项目收益债券（“14 穗热电”）于 2014

年第四季度正式发行后，在监管规则尚不明晰的背景下，2015 年前三季度没有项目收益债券发行。经历了近一年的观望和储备期，随着《办法》的出台，项目收益债券于 2015 年第四季度起在发行数量和发行规模上均呈现出明显的爆发性增长态势。其中 2016 年为首个各季度均有项目收益债券成功发行的年份，当年共计发行项目收益债券 40 支，发行总额 390.40 亿元。受到市场资金成本波动和季节性因素等原因的影响，2016 年项目收益债券的发行数量和发行规模均呈现逐季度上升态势；受债券市场资金面紧张的影响，2017 年一季度发行数量锐减。

从债项级别分布来看，截至 2017 年 3 月底，52 支项目收益债券中债项级别为 AA 级的 31 支、AA+级 15 支、AAA 级 6 支。AA 级债券占比 59.62%。上述债券中，3 支债券在发行日至 2017 年 3 月底期间出现级别调整，2 支债券债项级别由 AA 级调升至 AA+级，1 支债券级别由 AA+级调升至 AAA 级，债券级别调整主要由于差额补偿人主体级别调整所致。目前多数募投项目尚处于建设期，项目实际运营情况尚未对债项等级产生明显影响。

从债券发行期限看，52 支项目收益债券中，5 年期债券、7 年期债券和 10 年期债券在 52 支项目收益债券中的占比合计达到 75%，发行期限为 6 年和 20 年的项目收益债券数量较少。另有 10 支设置了回售条款，其中 5+5 年占一半。项目收益债券发行期限整体以中长期为主，且所有项目收益债券在发行条款中设置了分期还本条款，反映出发行人倾向于通过以较长发行期限与项目运营期相匹配，这既满足了监管法规对每年项目收益偿债覆盖的要求，同时又实现分散偿还本金、降低还款压力的目标。但期限较长也必然面临更长周期的宏观波动和市场风险，给未来远期收益带来一定的不确定性。

从项目收益债券主承销商份额来看，共有 28 家证券公司参与 52 支项目收益债券的承销。28 家证券公司中，海通证券、申万宏源证券和银河证券共计承销了 13 支项目收益债券。从信用评级机构来看，联合资信评估有限公司和鹏元资信评估有限公司在项目收益债券市场中所占份额明显高于其他信用评级机构。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170424/147037674.shtml>

（摘自中国债券信息网，公共事业二部赵起锋、顾喆彬供稿，2017 年 4 月 27 日）

[返回目录](#)

## 信贷资产证券化十佳交易揭晓，联合资信占据半壁江山

2017年4月25日晚，“中国资产证券化论坛年度奖”颁奖晚宴在京举行，在2016年信贷资产证券化十佳交易中，联合资信占据了半壁江山。联合资信受托承做的和萃一期、二期、建鑫二期、中誉一期及和享一期获得十佳交易奖，此外，融腾一期、泰和一期及中赢新易贷一期荣获优秀交易奖，启元一期和鑫宁一期被授予新锐奖。

（摘自联合资信微信公众号，结构融资部供稿，2017年4月28日）

[返回目录](#)