

# 债市聚焦

2017.8.30-9.5

2017 年第 35 期 总第 231 期

---

## 政策指南

银行间债市将开展国债预发行业务  
交易商协会护航 PPN 市场规范发展

## 市场动向

首单“无结构化”保单质押贷款证券化项目发行

## 风险事件

四川最大国营煤企川煤集团被建行查封大楼  
多方博弈五洋债处置路径

## 联合视点

关于《融资担保公司监督管理条例》的解读  
“熊猫债”市场扩容大势所趋  
欧盟地区信用风险展望

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](http://www.lhratings.com)

[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

## 政策指南

### 银行间债市将开展国债预发行业务

开展国债预发行业务的交易场所将扩容至银行间市场。8月28日，中国外汇交易中心发布公告称，拟根据财政部、央行相关通知和办法，在银行间债券市场组织开展首次国债预发行业务。

国债预发行是以即将发行的国债为标的进行的债券买卖行为，有助于促进国债市场价格发现，健全国债收益率曲线。有市场人士介绍，设计这个制度主要就是为了提前发现市场价格，平滑市场预期，防止流标。

据公开资料显示，我国国债曾不止一次出现过流标。以2013年6月的流标为例，彼时财政部拍卖150亿元国债，但仅拍卖出95亿元。而当时正值市场“钱荒”之际，业内人士分析称，该次流标就是资金面骤紧加剧的“牺牲品”。

我国的债券预发行业务也是自2013年引入国内债券市场。2013年3月，财政部发布通知称，决定开展国债预发行试点，全国银行间债券市场、证券交易所债券市场为开展试点的指定交易场所。当年10月，上交所正式开始进行国债预发行交易，初期试点券种只有七年期记账式国债，2014年6月将券种扩大至全部关键期限。央行则在2014年12月发布了《全国银行间债券市场债券预发行管理办法》。

不过，在各项办法下发后的很长时间内，银行间债市在预发行业务上都没有实质性进展。直到2016年12月，全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司分别发布了债券预发行交易和结算规则，标志着继上交所之后，全国银行间债券市场也正式推出债券预发行交易。而长期以来，国债预发行主要都在上交所开展。这也被指是国债预发行制度的一个不足之处，因为银行间才是国债发行交易的主场所，大量交易者都集中于此，而交易所投资者则明显偏少。

在此次发布的公告中，外汇交易中心表示，银行间债市开展国债预发行业务后，现有银行间债券市场成员都可进行国债预发行交易。开展国债预发行业务时，交易中心将在标的国债发行招标日前五个工作日向市场发布公告。而国债预发行

交易从招标日前四个工作日开始，至招标日前一个工作日终止，采用实物结算。交易中心为预发行交易参与机构提供报价、成交、信息等服务，交易方式包括双边询价、请求报价、点击成交与限价成交等。

（摘自北京商报，2017年8月30日）

[返回目录](#)

## 交易商协会护航 PPN 市场规范发展

9月4日，中国银行间市场交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》（简称《规程》），并对《非金融企业债务融资工具定向发行注册文件表格体系》（简称《表格体系》）和《债务融资工具定向发行协议（参考文本）》（简称“协议文本”）等相关配套文件进行了修订。

### 多方面回应市场需求

在定向债务融资工具市场广度和深度不断拓展的当下，市场对于定向发行制度的层次性和功能性都提出了新的需求。现行有效的定向发行规则散见于自2011年以来的各层次制度文件中。为进一步体现近年来市场发展和注册发行工作中的新问题，梳理现有制度体系和定向发行注册发行工作实践就显得十分必要。

据介绍，本次修订主要是基于以下3个方面的考虑。首先，意在搭建层次丰富、权责清晰、流程规范的注册发行制度体系，为进一步推动定向发行规范发展和功能提升保驾护航。其次，强化了风险防范的总体要求，在定向发行层面为信用风险防范全环链建设提供制度保障。再次，吸收借鉴近年来多层次制度建设和注册发行实践经验，回应市场参与各方诉求。

### 四大亮点提升效能

PPN 新规在以下4个方面进行了制度革新和功能提升。一是优化与投资人分层管理相适应的机制安排，进一步提升注册发行便利。二是强化中介机构职责，夯实“中介机构尽职履责是基础”的注册制理念。三是细化信息披露要求，兼顾投资人保护和定向发行灵活便利两个诉求。四是简化注册发行全流程工作机制，优化风险防范机制。

## “N+X 制度”愈发灵活

修订后的《规程》包含总则、定向投资人、注册及备案、中介机构职责、发行及其他、附则等共六章四十四条。值得一提的是，第二章“定向投资人”对“N+X 制度”、定向发行分层安排及非法人类合格机构投资者管理进行了规定。“N+X 制度”将具有丰富的债券市场投资经验和风险识别能力、熟悉定向债务融资工具风险特征和投资流程、具有承担风险的意愿和能力的专项机构投资者遴选出来，而 PPN 新规积极探索为这些成熟机构投资者构建更加便利的注册发行机制。

## 中介机构需更加尽职

PPN 新规在提升企业自主发行便利和灵活性的同时，对风险防范的基本要求并未降低，并对中介机构尽职履责提出更高要求。PPN 新规有关规定进一步提升企业自主发行便利，将注册后首次发行期限从 6 个月延长至 1 年。改“双人顺序核对”为“双人同步核对”，提升注册工作效率。此外，定向发行协议框架得到优化，对协议正文和信息披露附件进行区分并设立不同变更程序，简化募集资金用途、发行期限等常规条款变更程序。同时，不降低风险防范的基本要求，对于企业发生重大亏损、债务违约等重大事项的，引入注册会议机制。

相应地，《表格体系》信息披露要求保持了定向发行的灵活性。一是适当简化了对发行人行业状况、发展战略、税项等方面的披露要求，在不降低关键信息披露要求的基础上减少冗余信息；二是发行人仅需根据新的年审报告更新相关内容，并披露最新季度财务报表，不需根据新的季度报表进行“刷报”，采用协议方式发行的还可以约定不披露季报；三是保留定向发行高效便利的特征，对成立未满两年的企业，可提供自成立之日起的审计报告。

与此同时，PPN 新规专章明确了主承销商、会计师事务所和律师事务所尽职履责、内部控制以及出具文件的要求，强调中介机构应对出具文件的真实性、准确性、完整性进行必要的核查验证，在保持定向发行灵活性的同时对中介机构尽职履责提出更高要求，为信用风险防范全环链建设提供制度保障。

（摘自金融时报，杨毅，2017 年 9 月 5 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 首单“无结构化”保单质押贷款证券化项目发行

记者日前获悉，阳光人寿保险股份有限公司与阳光证券化基金管理有限公司合作，通过管理人上海国泰君安证券资产管理有限公司发行的“惠金阳光人寿保单贷款资产支持专项计划”正式发行成立。

本次发行规模为 5 亿元，发行期限约为 6.5 个月。本项目在原始权益人阳光人寿具有极高的信用水平以及底层资产风险极低的基础之上，进行了基础资产超额抵押的内部增信，基础资产超额的本金和利息将为资产支持证券提供一定的信用支持，使得惠金阳光人寿保单贷款资产支持专项计划实现了“无结构化”，产品全部为 AAA 评级。这一计划的发行，是阳光保险集团两大业务板块的高效联动，也为国内保单质押贷款资产证券化领域贡献了又一创新案例。

阳光保险集团相关负责人表示，通过参与资产证券化业务，保单贷款的流动性将被盘活，随着保单贷款类资产证券化渠道的完善，资本市场对此类资产的认识加深，发行利率有望走低，更多的借款人可以得到低成本资金，实现保险业支持经济发展的政策落实。

（摘自金融时报，马翠莲，2017 年 9 月 4 日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 四川最大国营煤企川煤集团被建行查封大楼

从 2016 年第一起债券违约发生之后，四川煤炭产业集团出现连续违约，负债率高达 91.99%，仍有 22.5 亿元债券未偿付。有消息称，建设银行近日向法院起诉，查封了四川省煤炭产业集团有限责任公司包括其总部大楼在内的部分资产。截至 2017 年 6 月底，川煤集团总负债 368.99 亿元，负债率高达 91.99%，已几近资不抵债的边缘。在银行贷款之外，川煤集团自 2016 年 6 月迄今，已发生四起

债券违约事件，累计未兑付债券本金 25 亿元；而从 2017 年 9 月至 2018 年 10 月，还有 5 笔债券，总计本金 22.5 亿元需要偿付。

### 靠政府暂时化解危机

川煤集团发行的债券中，第一笔违约的债券是 2015 年发行的“15 川煤炭 CP001”，为期一年的短期融资券。当时的川煤集团经营状况已经进入了严重亏损的状态，到期未能偿付不可避免。最后在当地政府的帮助与协调下，由交通银行联合其他 3 家银行，发放贷款给四川省投资集团有限责任公司，然后再由川投集团通过银行，以委托贷款的方式，将资金借给川煤集团。在实际违约 42 天后，川煤全额拨付了“15 川煤炭 CP001”的本金和利息，同时还支付了 932 万的违约金。但是，接下来的违约就没有那么好运了。

2016 年 12 月，于 2013 年发行的“13 川煤 PPN001”债券到期，应付本息共计 10.745 亿元，本息至今未兑付。2017 年 5 月，于 2011 年发行的“11 川煤炭 MTN1”债券到期，川煤集团无法兑付 5 亿元本金，只能支付 2970 万元的利息款。4 天后，“14 川煤 PPN001”债券到期，总计 10.765 亿元，本息至今未兑付。

此前，有媒体统计了川煤集团 2016—2018 年需要兑付的债券的情况，除了已经兑付和违约的债券，目前仍有 5 笔债券待兑付，本金共计 22.5 亿元。不过，按照目前川煤集团的情况，这五笔债券似乎只有等待到期违约了。

### 多重原因导致经营不善

川煤集团是四川省最大的国有煤炭和唯一的煤炭整合主体，在整个集团中，煤炭业务的贡献率保持在 50% 以上。受整体环境的影响，煤炭的价格从 2011 年开始下跌。煤炭行业的主要的供应行业是电力、钢铁和水泥等，这些行业又属于产能过剩的行业。随着下游的电力、钢铁和水泥等行业的需求饱和，煤炭的价格自然就随之下降。同时，川煤集团的煤炭资源条件恶劣、矿井规模小，导致煤炭生产的成本相对较高，集团盈利能力下降。从 2012 年开始，川煤集团就已经进入了亏损期，到 2013 年，川煤的亏损额进一步扩大，同时资产负债率已经高达 80%。集团似乎也意识到公司存在的问题，就在亏损额和负债同时增长的时候，2013 年 12 月—2015 年 9 月，川煤接连发行了 6 笔，共计 44 亿元的债券。

然而，募集到的债券资金并没有能帮助川煤集团实现扭亏为盈。

除了受整体环境的影响以外，在现金流方面，受钢厂回款能力弱化以及电厂占款的影响，川煤集团账面应收账款规模不断上升，经营获现能力较差。同时，集团还在激进的进行投资，公司旗下挖陇沟煤矿、龙门峡南矿和雷公山煤矿均未按期投产。这些投资的资金需求量很大，却没有产出，导致集团的负债率进一步提升。截至 2017 年上半年，川煤集团的资产负债率已经高达 91.99%。

### 自救困难重重

面对集团的整体情况，川煤也是积极的展开“改革脱困转型”的工作。根据川煤集团的工作报告显示，2016 年川煤集团关闭了 9 处矿井，2017 年还将陆续关闭退出 4 处生产矿井，核减产能矿井 1 处，化解煤炭过剩产能 336 万吨。

此外，煤炭的价格，从 2016 年开始有所复苏，尽管今年年初较去年末相比仍有所波动，但是与此前的情况相比，还是有所好转的。但是，由于川煤集团的负债率过高，而煤炭企业的转型也不是一朝一夕就能完成。煤炭的价格好转也不能对集团整体的负债情况起到立竿见影的效果。以 2017 年上半年来说，虽然整体经营扭亏为盈，但是负债总额却有所提高。而且，煤炭行业的价格受外部环境的影响导致的波动非常大，很难预测未来煤炭行业的走势如何。同时，在由于经营能力恶化导致债券违约和行业未来走向不明确的情况下，想要进一步融资是非常困难的。

（摘自东方财富网，2017 年 8 月 31 日）

[返回目录](#)

## 多方博弈五洋债处置路径

15 五洋债及 12 五洋 02（下合称“五洋债”）31 日召开债券持有人大会，有关各方围绕五洋债违约后续处置路径的博弈也达到高潮。共有 8 项由不同主体提出的议案，交由 15 五洋债持有人会议表决。其中包括要求五洋债主承销商、发行人明确答复有关问题、要求发行人偿付违约金及逾期利息、要求发行人公布财务状况及安排还款计划并提供增信措施等具有共识的议案，同时也有授权和委托受托管理人（德邦证券）立即申请仲裁回收债权和罢免德邦证券受托管理人资格两套明显对立的议案，体现出参会投资者之间对后续处置路径的巨大分歧。

## 券商代理路径陷困境

上海证券报记者从知情人士处了解到，会上共识性议案无悬念通过，罢免德邦证券受托管理人资格议案也获通过，而授权德邦证券代理投资者申请仲裁等议案相应地遭到否决。

这也意味着“德邦证券统一投资者代理寻求司法救济”的处置路径已经终止。

据了解，由于信用债清偿顺序较具备财产抵押担保的其他债权靠后，一些投资者对寻求司法救济心存顾虑，是相关授权未获通过的主要原因。投资者担心启动司法救济后企业事实上资不抵债，使得信用债持有人最终的受偿率较低。

但法律界人士指出，在刚性兑付逐渐退出资本市场的大背景下，司法救济是违约事件发生后减少投资者损失的必由之路。《民法通则》及《合同法》中均有条文，指出投资者也有义务在发行人发生违约后，及时采取相应的救济措施，以免损失扩大。

## 投票前夕五洋建设出“怪招”

就在持有大会召开前夕。五洋建设上演了一幕闹剧。2017年8月29日，五洋建设在未通过上交所官网进行公告的情况下，自行在其公司官网发布了《五洋建设集团与中科际控股集团签订合作框架协议》。2017年8月30日，中科际控股集团官方网站发布声明表示并未与五洋建设签署上述协议。8月30日下午，五洋建设在其官网删除了该协议。

记者获得的上述《合作框架协议》显示，协议中甲方一栏列有中科际控股集团有限公司及法定代表人卢建刚、浙江中科际控股有限公司及法定代表人赵孙权，而协议未甲方签章部分则只有浙江中科际公章、赵孙权签字及显示为卢建刚印的私章，未见中科际控股公章，协议骑缝章也同样只有浙江中科际的公章。

分析认为，五洋建设在债权人会议召开前宁愿信披违规也要强行公开这份显然存在瑕疵的协议，可能在一定程度上干扰了投资者判断。

中科际控股官网显示，卢建刚为中科际控股集团有限公司执行董事、副总裁。同时中科际控股声明并未与五洋建设接触，也未有高管与五洋建设洽谈。

## 破产路径推进中

其实，尽管昨日召开的持有人大会否决了由德邦证券代理全体持有人寻求司



法救济的议案，但此前，已有五洋债持有人向绍兴市中级人民法院递交了针对五洋建设的破产清算材料。

法律界人士介绍，五洋债系信用债，发行人至今仍拒绝提供任何经营、财务相关情况，目前监管机构、受托管理人及相关中介无法掌握发行人有效资产，故申请破产可能是债券持有人取得受偿的最有效率的方式。

进入破产程序后，破产管理人将对发行人公司资产、债权债务、财务账册等进行全面核查清理，防止并追查发行人任何隐匿、恶意侵吞资产、不当个别清偿的行为，以便于最大限度保护债权人权益。未进入破产程序前，则很难防止前述不法行为的发生。同时，在破产清算程序中，如有第三方有意愿参与重整，则破产清算程序可以转为破产重整程序，发行人有可能继续存续，恢复经营，最大限度保护债券持有人利益。

（摘自上海证券报，2017年9月1日）

[返回目录](#)

## 联合视点

### 关于《融资担保公司监督管理条例》的解读

2017年8月，国务院公布了《融资担保公司监督管理条例》（中华人民共和国国务院令 第683号，下称《条例》），并于2017年10月1日起正式实施。

《条例》明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外，《条例》强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融公司、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

目前，我国现行针对融资担保公司的规章还是2010年3月，由银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》（下称《暂行办法》）。在此基础上，各监

管部门也接连下发了多项规范性文件，对融资担保公司的业务经营等方面进行指导。但是，随着近年来我国融资担保行业的较快发展，融资担保公司存在着为小微企业和“三农”服务的意愿有待增强和能力有待提高、经营行为不规范不审慎甚至引发风险以及监督主体不清、管理不到位等诸多问题。另外，《暂行管理办法》作为部门规章，无法设定行政强制措施和有效的行政处罚，监管部门缺乏对违规经营的融资担保公司的有效处罚手段，违法行为得不到应有制裁，影响了监管权威性和行业长远发展。为此，2015年，国务院下发《关于促进融资担保行业加快发展的意见》（国发【2015】43号），提出要出台《融资担保公司管理条例》及配套细则，加强监管法治建设。2015年8月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》），并于2017年6月经国务院常务会议审议通过，形成了目前的条例。

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。目前，我国已建立以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系。本次《条例》的出台，在监督管理、准入条件、业务经营、风险管理、处罚及退出机制等多个方面对融资担保公司在行政法规层面予以规定，鼓励融资担保公司服务小微企业和“三农”，符合融资担保公司“支持普惠金融发展，促进资金融通”的定位，有利于融资担保行业的健康发展。但由于该项《条例》属于纲领性文件，仍需关注后续相关配套细则的出台及各地针对自身情况出台的规章。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170901/148161504.shtml>

（摘自中国债券信息网，金融部供稿，2017年9月1日）

[返回目录](#)

## “熊猫债”市场扩容大势所趋

伴随“一带一路”倡议的深入推进和人民币国际化进程的不断加速，“熊猫债”在过去两年中经历了显著的增长，并成为我国债券市场中的一股重要力量。

发展“熊猫债”市场的意义重大。其一，是能够丰富债券市场的投资品种，满足不同投资者的偏好需求；其二，是可以从发行端促进中国债券市场的国际化

发展，进一步吸引外国投资者参与中国债券市场；其三，在“一带一路”倡议提出获得各国积极响应的背景下，“熊猫债”市场俨然扩展了“一带一路”沿线国家的外部融资渠道，深化了中国与沿线国家金融合作的方式，促进了资金的融通。其四，是“熊猫债”作为以人民币计价的债券，其发展能够从发行端助推人民币国际化。

虽然受市场利率整体上升的影响，2017年1月至7月“熊猫债”的发行量仅为446亿元。但目前不少外资机构依旧看好下半年的“熊猫债”市场，认为会有更多外国公司到中国发行人民币债券。

从中长期来看，伴随人民币国际化以及中国资本市场对外开放的进一步提速，中国债券市场的开放及多元化势在必行，“熊猫债”市场依然具有广阔的发展前景。

“从发行利率看，‘熊猫债’具有一定成本优势。在银行间和交易所发行的‘熊猫债’利率近三年一直低于离岸人民币债券的发行利率。”联合资信主权部副总经理余雷指出，“随着中国债券市场基础设施服务的日臻完善以及国内债券市场对外开放程度的不断提高，再加上境外投资者对人民币资产需求的抬升，‘熊猫债’的发行量有望继续呈现增长趋势。”

“熊猫债”市场的扩容乃大势所趋，随着我国资本账户的进一步开放，今后会有更多的政府、企业和国际机构把人民币作为重要的交易、投资和储备货币，人民币的国际需求量也将继续增加。

（摘自经济参考报，2017年9月1日）

[返回目录](#)

## 欧盟地区信用风险展望

2017年，欧盟地区大选带来的政治风险有所回落，但难民危机、恐怖袭击、极右翼主义支持率上升及欧盟自身制度问题在未来将对欧盟的稳定性造成一定的挑战。预计未来1~2年欧盟地区经济将继续保持缓慢复苏态势，GDP增长率将达到2%左右，通货膨胀水平在国际能源价格企稳的背景下有望小幅上涨，失业率将持续下降，量化宽松政策也有望逐步退出。欧盟地区银行业不良贷款率有望持续下降，银行业风险将有所降低，私人部门杠杆水平也会继续回落。在欧盟

经济回暖以及欧盟严控成员国财政赤字的背景下，预计欧盟各国政府财政收入将保持增长，政府赤字水平将进一步下降至 1.50%左右，政府债务水平或将出现小幅下降。近年欧盟整体贸易状况持续改善，外债水平增长势头得到控制，预计未来两年欧盟国家的外债偿还能力总体将保持稳定。

从联合资信对欧盟主要国家的评级结果看，虽然欧盟地区政治环境仍面临一定的不确定性，部分国家银行业风险仍较高、政府债务负担仍较重，但欧盟地区国家信用状况总体良好，联合资信对未来 1~2 年欧盟地区主权信用水平的展望为稳定。

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

（摘自中国债券信息网，主权部供稿，2017 年 9 月 4 日）

[返回目录](#)