

债市聚焦

2017.8.2-8.8

2017 年第 31 期 总第 227 期

政策指南

财政部有关负责人详解中国版“市政收益债”
银监会：不得对僵尸企业等实施债转股

市场动向

债券通满月：短期融资券成外资新宠
ABS 年内发行暴增 85%
首单银行间市场 PPP 项目资产支持票据发行成功
首单不依赖主体评级 REITs 成功发行

风险事件

上海云峰预警债券兑付风险
新密财源拟提前兑付 10 亿企业债
乐视网：“15 乐视 01”公司债已兑付，自有资金偿债

联合视点

高收益债券和相关评级研究
实体经济去杠杆需标本兼治
2017 年二季度债券市场回顾与下半年展望
2017 年上半年中国债券市场评级质量检验报告
中国企业盈利水平改善，联合资信数据显示债市违约率下滑

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
lianhe@lhratings.com

政策指南

财政部有关负责人详解中国版“市政收益债”

财政部于8月2日对外发布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》，标志着我国开始全面打造中国版“市政收益债”。其中，鼓励有条件的地方立足本地区实际，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券。2017年优先选择土地储备、政府收费公路两个领域，在全国范围内开展试点。

开好地方政府规范举债的“前门”

“试点的目的，是指导地方在法定专项债务限额内，按照地方政府性基金收入项目分类发行专项债券，实现项目收益与融资自求平衡。同时，立足我国国情，研究建立专项债券与项目资产、收益相对应的制度，打造中国版的地方政府市政项目收益债。”财政部有关负责人表示。

这位负责人介绍，新预算法规定，地方政府举债应当在国务院批准的限额内采取发行地方政府债券方式，除此以外不得通过其他任何方式举借债务。

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》进一步明确，对没有收益的公益性项目发行一般债券融资，主要依靠一般公共预算收入偿还，纳入一般公共预算管理；对有一定收益的公益性项目发行专项债券融资，以对应的政府性基金收入或专项收入偿还，纳入政府性基金预算管理。

在法定专项债务限额内，优先选择土地储备、政府收费公路两个领域试点发行，并鼓励有条件的地方立足本地区实际，探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，有利于依法开好地方政府规范举债的“前门”，保障重点领域合理融资需求，加大补短板力度。同时，也有利于深化财政与金融互动，引导社会资本加大投入，更好地发挥专项债券促进经济社会持续健康发展的积极作用。

此次试点发行项目收益专项债券，明确了不同专项债券对应项目的偿债资金来源，探索实现不同类型地方政府专项债券“封闭”运行管理，有利于锁定风险范围，切实保护投资者合法权益。

此外，试点发行项目收益专项债券，有利于丰富地方政府债券品种，提高专项债券流动性和市场化程度，吸引更多社会资本投资地方政府债券，发展和完善我国地方政府债券市场。

项目须能产生稳定现金流

通知明确，项目收益专项债券由省级政府发行，市县级政府确需举借相关专项债务的，依法由省级政府代为分类发行专项债券、转贷市县使用。省级财政部门按照专项债务管理规定，审核确定分类发行项目收益专项债券实施方案和管理办法，重点明确专项债券对应的项目概况、项目预期收益和融资平衡方案、发行计划安排等事项，组织做好信息披露、信用评级等相关工作。市县级政府及其部门负责承担专项债券的发行前期准备、使用管理、还本付息、信息公开等工作。

在债券规模上，要严格执行法定限额管理，各地试点分类发行项目收益专项债券的规模，应当在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。

在项目安排上，分类发行项目收益专项债券筹集资金建设的项目，应当能够产生持续稳定、反映为政府性基金收入或专项收入的现金流，且现金流应当能够覆盖专项债券还本付息。在发行方式上，项目收益专项债券严格对应项目发行，可以对应单一项目发行，也可以对应同一地区多个项目集合发行，具体由省级财政部门确定。

严禁将债券对应资产用于企业融资担保

“专项债券对应项目形成的资产，是国有资产的重要组成部分，必须严格加强管理，为今后到期专项债务偿还提供有力保障。”财政部有关负责人强调，省级财政部门要按照财政部统一要求，同步组织建立专项债券对应资产的统计报告制度，实现对专项债券对应资产的动态监测。

同时，要强化管理，合规使用。地方各级财政部门应当会同行业主管部门、项目单位等加强专项债券项目对应资产管理，严禁将专项债券对应的资产用于为融资平台公司等企业融资提供任何形式的担保。

（摘自人民日报，2017年8月5日）

[返回目录](#)

银监会：不得对僵尸企业等实施债转股

银监会于 8 月 7 日发布《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿），对商业银行债转股实施机构的股东资质、业务范围、风险管理等作出详细规定。

征求意见稿对转股企业设置“红黑名单”，优先考虑对发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，同时规定实施机构不得对下列企业实施债转股：扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；有恶意逃废债行为的失信企业；债权债务关系复杂且不明晰的企业；不符合国家产业政策，助长过剩产能扩张和增加库存的企业；其他不适合实施债转股的企业。此外，转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑企业债券、票据融资等其他类型债权。

根据征求意见稿要求，银行通过实施机构实施债转股，应当先由银行向实施机构转让债权，再由实施机构将债权转为对象企业股权，债权可以转为普通股，也可经法定程序转为优先股。银行不得将债权直接转化为股权（国家另有规定的除外）。征求意见稿称，实施机构应当由一家境内注册成立的商业银行作为主出资人，其出资比例不低于拟设实施机构全部股本的 50%。主出资人商业银行应当按照《商业银行并表管理与监管指引》等规定的要求，将实施机构纳入并表管理。

尽管商业银行可以作为最大股东发起设立债转股实施机构，但征求意见稿对设立商业银行债转股实施机构的出资人资质作出了明确限制，如要求最近 3 个会计年度连续盈利、最近 2 年内无重大违法违规行为、入股资金为自有资金，以及承诺 5 年内不转让所持有的股权，不将所持有的股权进行质押或设立信托。

在注册资本金的规模方面，征求意见稿称，实施机构的注册资本应当为一次性实缴货币资本，最低限额为 100 亿元人民币或等值的可自由兑换货币。目前已得到银监会获批成立的银行债转股实施机构有两家，分别是农行和建行发起设立的债转股实施机构——农银投资和建信投资，两者的注册资本金分别为 100 亿元和 120 亿元。

值得注意的是，债转股实施机构的主营业务是以债转股为目的收购银行对企业的债权，为保证商业银行设立债转股实施机构后能专注主业，征求意见稿要求，

全年主营业务占比或者主营业务收入占比原则上不应低于总业务或者总收入的50%。

关于实施机构用于收购银行债权的资金来源，征求意见稿称，实施机构可以发行金融债券，专项用于债转股；通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金；以及依法依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股。

其中，实施机构申请发行金融债券，应当满足最近3年内没有重大违法违规行为，成立不足3年的，自成立以来没有重大违法违规行为；最近3年连续盈利，对于资质良好但成立未满3年的实施机构，可由具有担保能力的担保人提供担保等条件。

同时，实施机构可以依据相关行业主管部门规定申请成为私募投资基金管理人，依法依规面向合格社会投资者募集资金。实施机构应当加强投资者适当性管理，向合格投资者充分披露信息，告知投资者募集资金用于债转股项目。

为保证实施机构向商业银行收购银行债权是洁净转让、真实出售，征求意见稿表示，鼓励商业银行向非本行所属实施机构转让债权实施转股，实施机构收购银行债权不得接受债权出让方银行及其关联机构出具的本金保障和固定收益承诺，实施利益输送，不得协助银行掩盖风险、规避监管要求；不得由债权出让方银行及其关联机构使用资本金、自营资金或理财资金提供直接或间接融资，不得由债权出让方银行及其关联机构以任何方式承担显性或者隐性回购义务。

（摘自证券时报，孙璐璐，2017年8月8日）

[返回目录](#)

市场动向

债券通满月：短期融资券成外资新宠

一个月之前，联通香港与内地债市的债券通“北向通”正式落地。如今正值“满月”，债券通交易日趋活跃。从上海清算所公布的数据中，不难感受到境外资金进入境内债市的热情，短融和超短融等信用债品种成为“新宠”。截至7月

28日，境外机构在二级市场成交结算总金额达49.33亿元，排名前二的品种分别是超短期融资券21.16亿元和同业存单20.74亿元。

超短融等信用债受外资青睐

就上交所托管债券品种来看，同业存单、中期票据等是此前境外机构主要投资的品种。截至6月底，境外机构持有同业存单和中期票据分别为233.63亿元和119.78亿元，分别占其总持有量的60%和30%。

不过，近一个月的交易量显示，短期融资券和超短期融资券等品种正跃升为境外资金的“7月最爱”。截至7月28日，通过债券通渠道在二级市场成交结算短融和超短融两个品种的总金额达26.78亿元，超过了同业存单的成交金额20.74亿元。而截至6月底，境外机构持有短融和超短融两个品种总量仅有10.33亿元。

相比之下，中期票据成交金额仅为1.61亿元，且只在7月的头几天有数笔成交。“境外资金对短融、超短融感兴趣，主要是因为这两个品种的期限比较短，而短期内人民币走势明朗，汇率风险不会很大，再加上其收益率要高于利率债。因此，境外机构有动力去增持一些风险不高、收益率较好的产品。”专家表示，目前境外投资人民币信用债考虑的主要风险有两个，即汇率风险和信用风险，需要权衡收益和风险进行配置。

不过，与境外机构债券投资总量相比，短融和超短融的持有量仍然很小，短期而言，境外资金难以大幅增持人民币信用债。“近期很多国内机构和公司发行美元债，相对于人民币信用债，外资会更倾向于购买美元债，这样能够规避汇率风险。”专家说，境内的信用债吸引力相对不高，其收益率与美元债发行利率相差不多，购买后者还没有汇率风险。

整体来看，国债、国开债等利率债仍是境外投资人持有最多的人民币债券主流品种。今年以来，国债收益率逐步抬升，再加上近期人民币对美元汇率走强，国债配置价值凸显。同时，中美国债利差逐步走阔。截至8月2日，中国10年期国债收益率3.6311%，比同期美国国债收益率高出137个基点。双重因素激发了境外机构投资中国国债的热情。数据显示，截至7月底，境外机构持有中国

国债 4867.66 亿元，较上个月增长 378.18 亿元，7 月增量占全年至今累计增量的 60%。

迎来首单主权熊猫债

除了农发行、国开行等在债券通运行初发行的政策性金融债，更多债券品种通过这一新渠道试水。7 月 26 日，债券通迎来首单主权熊猫债。匈牙利在中国银行间债券市场发行 3 年期人民币债券 10 亿元，此单债券成为首单通过债券通渠道面向境内外投资者完成簿记发行的外国主权政府人民币债券。其注册金额达 30 亿元，首期发行金额 10 亿元。

此前还有一单熊猫债通过债券通发行。7 月 21 日，由国家开发银行主承销的马来西亚马来亚银行有限公司 10 亿元债券通人民币熊猫债券在银行间债券市场发行，期限 3 年，票面利率 4.6%。这也是第一批债券通中唯一的熊猫债。

除此之外，企业债也在债券通市场受到外资热捧。7 月 3 日，华能集团、三峡集团、中国联通、中铝公司和国家电投共 5 家企业通过债券通渠道，首次同步面向境内外投资者试点公告发行非金融企业债。截至 7 月 6 日完成簿记建档金额合计 70 亿元人民币，全场认购倍数均在两倍以上。境外投资者认购金额达 12.7 亿元，占总体比例达 18.2%。在业内人士看来，随着人民币国际化不断推进，以及更多国际主流债券指数逐步纳入人民币债券，未来境外资金对境内债券品种的配置也将越来越多元化，并迎来规模上的快速增长。

（摘自上海证券报，金嘉捷，2017 年 8 月 3 日）

[返回目录](#)

ABS 年内发行暴增 85%

最新统计数据显示，截至 8 月 3 日，今年以来 68 家金融机构共发行 343 只 ABS 项目，发行金额合计 5108.32 亿元，同比增长 85.08%。其中，有 52 家承销商为证券公司，他们共发行 290 只 ABS 项目，涉及发行金额 4658.14 亿元，占总金额的 91.19%。

无论是从金融机构占比还是发行规模来看，券商在 ABS 业务中都占据主导地位。Wind 统计数据显示，截至 8 月 3 日，年内承揽 ABS 项目的金融机构中，

银行只有 16 家，累计承揽 47 只，发行规模 397.81 亿元。发行规模排名前 20 的金融机构中，只有 2 家是银行，分别为中国银行、工商银行，其余 18 家均为证券公司。

业内人士认为，券商相对其他金融机构而言，在 ABS 业务更占优势。“券商既可在信贷资产证券化中作为承销商，又可在企业资产证券化作为特殊目的载体（SPV）。”相关人士称，随着监管和市场的变化，ABS 业务也被越来越多的券商纳入重点工作中。

据了解，目前券商资产证券化业务的团队架构大致有资管部门、固定收益部门和投行部门为主导的三种模式。虽然不乏德邦证券这类直接设立一级部门的券商，但多数券商仍会选择投行部门主导模式。

“对于中小券商而言，ABS‘短频快’的特征可以快速提升投行的盈利能力。”一家获得投行牌照才三年的券商相关负责人称，通常券商发行债券项目的周期在 3~6 个月，IPO 项目至少需要 3 年，ABS 项目发行周期更短，一般为 4 个月。

“在 IPO 项目储备不足、债券发行受市场影响的情况下，ABS 的承销就成为了首选。”

据统计，今年以来有 9 家券商承揽的 ABS 项目发行规模超过 100 亿元。其中，德邦证券以 1054.9 亿元的发行规模排名第一；中信证券（636.01 亿元）排名第二；紧接的是招商证券的 547.27 亿元。中信建投证券、国泰君安证券、国开证券、华泰证券承销的 ABS 项目发行规模也超过 200 亿元。天风证券、中银国际则分别承销了 118.91 亿元和 109 亿元的 ABS 项目。

（摘自证券时报，2017 年 8 月 4 日）

[返回目录](#)

首单银行间市场 PPP 项目资产支持票据发行成功

日前，“唐山世园投资发展有限公司 2017 年第一期 PPP 项目资产支持票据”完成中国银行间市场交易商协会注册。此举标志着首单银行间 PPP 项目资产支持票据正式推出。

据悉，“2016年唐山世界园艺博览会基础设施及配套项目”为财政部第二批PPP示范项目，也是河北省首个采用PPP模式实施的项目。相关人士介绍称，此次唐山世园投资发展有限公司作为发起机构在全国银行间债券市场注册发行PPP项目资产支持票据。本项目由中信信托担任交易安排人和发行载体管理机构，国家开发银行担任主承销商和托管银行，中国银行间市场交易商协会作为发行主管机构对本项目进行了全程指导和大力支持，通过为本项目受理、审核及备案建立绿色通道，一对一专人专岗全程辅导，确保了本项目在短时间内高效快速落地。（摘自中国证券网，金莘莘，2017年8月2日）

[返回目录](#)

首单不依赖主体评级 REITs 成功发行

首单不依赖主体信用的非一线城市优质商业不动产投资信托基金（REITs）产品——中联前海开源—勒泰一号资产支持专项计划已于8月3日完成缴款成功设立，近日将申请在基金业协会备案，并在深交所挂牌交易。

据相关负责人介绍，该产品发行规模35亿元，其中优先A1类证券10亿元，占比28.57%；优先A2类证券21亿元，占比60%；权益级4亿元，占比11.43%。评级机构给予A1类证券AAA评级，优先A2类证券AA+评级。产品吸引了商业银行、券商、公募基金等主流机构投资者和投资担保公司、私募基金公司等另类投资机构的青睐和广泛参与，认购倍数超过1.3倍。

助力非一线城市项目证券化

据了解，勒泰REITs的基础资产是石家庄勒泰中心，位于石家庄市城市主轴线交汇处，是石家庄首条地铁上盖项目。整个勒泰中心项目总面积62万平方米，本次入池的裙楼购物中心建筑面积38万平方米，长年保持95%以上出租率，拥有400余个租户。勒泰集团副总裁张妍表示，通过本次公开市场直接融资，勒泰集团一方面获得了资金支持，更重要的是在全国范围内提升了品牌知名度，未来将在继续深耕河北、推进津京冀地区业务发展的基础上，推广全国战略布局。

对比此前市场上推出的REITs产品来看，基础资产大多集中在一线城市，投资者也多认为一线城市项目更安全、投资回报更可期待。

对此，勒泰 REITs 市场调研机构及估值机构戴德梁行高级董事胡峰认为，近年来，很多省会城市和活力非一线城市涌现出一批优质商业物业，叠加供需矛盾的问题，这些物业往往成为当地年轻人各种消费活动的首选，它的商圈覆盖和影响力可能是整个城市甚至是辖属的县市。此外，非一线城市项目投资成本相对较低，实际投资回报率和增长率表现往往优于一线城市项目。

在管理的规范、透明程度的问题上，胡峰表示，通过证券化等方式进行公开市场直接融资，需要经过严格专业的法律、审计、估值、评级等程序，日常接受基金管理人和计划管理人监督，还要在交易所公开挂牌交易，把项目放到“阳光”下接受考验。这样的机制安排保障，投资者能够对项目的真实情况放心、对项目透明度放心。此外，原先“偏安一隅”的非一线城市实体经济项目也能通过资本市场获得金融支持，同时反过来“逼迫”企业和项目提升管理能力和意识，形成良性互动循环。

助力企业去杠杆降成本

项目负责人称，本次发行的产品完全依托于石家庄勒泰中心这一资产的商业运营价值，通过资产过户、业绩考核、强化监管等措施，首次实现了从主体无评级到产品 3A 评级、彻底无主体增信、完全基于资产信用，成为国内 REITs 产品底层资产筛选、交易架构搭建、风控措施设计的重要参考。另外，本产品的顺利发行，为下一步推动标准化权益型公募 REITs 发展，引导投资者回归证券化以底层基础资产为核心的本源，进行了有益的铺垫和探索。目前国内可以在交易所市场和银行间市场通过不同的载体发行 REITs 产品，本次勒泰 REITs 作为在交易所挂牌交易的资产支持专项计划产品，可以使得投资人能够享有物业增值收益的同时获取长期稳定的租金收益，并保证较强的流动性安全。

（摘自证券时报，吴少龙，2017 年 8 月 7 日）

[返回目录](#)

风险事件

上海云峰预警债券兑付风险

8月1日，上海云峰（集团）有限公司发布特别风险提示公告，预警其2014年度第三期非公开定向债务融资工具（14云峰PPN003）兑付存在不确定性。公告称，14云峰PPN003应于8月8日进行兑付，由于目前公司资金链紧张，此次兑付存在不确定性。

资料显示，14云峰PPN003由上海云峰于2014年8月发行，期限3年，发行总额10亿元，票面利率7.7%。上述公告称，因能源行业整体市场低迷，目前发行人流动资金紧张，故本期债券兑付存在不确定性。

自2016年2月发生首例债券违约以来，上海云峰先后已有7支债券违约，均为银行间市场非公开定向债务融资工具。

值得注意的是，今年以来发生的债券兑付违约事件，主体大多数都是已有违约记录在身的发行人。比如，中城建、东北特钢、大连机床等，上个月这三家违约企业均有新的违约事件发生。

（摘自中国证券报，2017年8月2日）

[返回目录](#)

新密财源拟提前兑付10亿企业债

新密财源城市建设开发有限公司8月3日发布公告，提议召开债券持有人会议，审议表决提前兑付该公司2014年公司债券的议案。新密财源2014年公司债券简称“14新密财源债”，发行金额10亿元，为一般企业债。公开资料显示，“14新密财源债”发行于2014年9月，期限7年，年息率7.28%，每年付息一次，分次还本，今年9月将提前还本20%，原定到期日为2021年9月12日。

新密财源提议于2017年10月31日提前全额兑付“14新密财源债”剩余的8亿元本金，并支付9月12日至10月31日期间的利息（每张债券0.7978元），还将额外支付每张债券4.6810元的利息。该金额为2017年4月11日至4月24日，本期债券中债估值与债券面值之差的算数平均值。

6月以来，已有多家城投企业提议提前兑付存续债券，部分已获持有人会议通过。业内人士指出，鉴于提前兑付案例逐渐增多、地方债务置换大限不远、债市再投资风险下降，后续城投债提前兑付或置换的事件将继续增多。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017年8月4日）

[返回目录](#)

乐视网：“15乐视01”公司债已兑付，自有资金偿债

8月2日，乐视网人士表示，“15乐视01”公司债已经以自有资金按期足额兑付，公司也已经正常推进二期公司债的相关工作，将用自有资金解决。

自有资金“偿债”

“15乐视01”债券公告显示，乐视网发布的“15乐视01”债券的回售数量为92.7万张，回售金额为10.06亿元（包含利息），剩余托管数量为73万张。

此前，有媒体报道称，乐视网董事长孙宏斌将先行偿付两只公司债。上述乐视人士否认了相关说法，并表示已用自有资金按期足额兑付。根据乐视网2016年年报显示，公司一年内到期的应付债券总额为19.18亿元。除了上述“15乐视01”公司债外，还有“15乐视02”公司债需要一年内偿付。

年报还同时提到，乐视网货币资金中有22.09亿元受到限制。其中，货币资金5556.52万元的受限原因为银行承兑汇票保证金，货币资金21.28亿元的受限原因为TCL股权并购项目保证金，货币资金120万元的受限原因为保函保证金，货币资金2430.71万元的受限原因为账户冻结。根据乐视网2017年一季报显示，截至3月31日，公司货币资金为36.58亿元，负债余额为187.86亿元，其中，短期借款余额为21.78亿元，一年内到期的非流动负债为19.8亿元。根据上述数据，乐视网一年内需偿还的负债至少为41.58亿元。

债务纠纷仍在持续

8月2日晚间，乐视网发布公告称，乐视网2016年6月23日、2016年9月29日与建行北京光华支行签署《人民币流动资金借款合同》，申请两笔金额分别为5000万元和2亿元的借款，借款期限均为一年。其中5000万元借款于2017年6月22日到期，由贾跃亭、贾跃民和乐视控股提供连带责任担保；2亿元借款于2017年9月28日到期，由贾跃亭提供连带责任担保。

综上，本次申请财产保全被执行人涉及乐视网、贾跃亭、乐视控股、贾跃民四方，主要系借款主体为乐视网、其余三方提供连带责任担保所致。本次建行北京光华支行申请财产保全，系因首笔借款 5000 万元未能及时续贷或者还款，建行北京光华支行出于风险防范，对全部贷款采取了财产保全措施。目前，公司已经对 5000 万元借款进行了偿付，并正在就 2 亿元借款风险与建行积极协商洽谈化解方案。

在此前曝出的乐视系资金风波事件中，主角主要是乐视控股与贾跃亭等，乐视网因其股票作为被冻结资产而受到波及。上述资金纠纷中，乐视网“首度”被曝陷入资金风波并成为“主角”。

乐视网公告显示，乐视网与贾跃亭共同投资的乐视云计算获得了一笔来自重庆战略合伙企业投资的战略投资。乐视控股以其合法持有的云计算公司的全部股权向重庆战略合伙企业投资的 10 亿元提供质押担保。在乐视云计算 2016 年营业收入达到 6.5 亿元、2017 年营业收入达到 7.8 亿元、2018 年 1-9 月营业收入达到 8 亿元以及投资满三年未上市等要求的情况下，乐视控股承担回购股权的义务。（摘自中国证券报，张勤峰，2017 年 8 月 4 日）

[返回目录](#)

联合视点

高收益债券和相关评级研究

一、高收益债券评级方法

高收益债券的高风险、高收益特征使得客观揭示其违约风险尤为重要，标普和穆迪均针对高收益债券进行了评级改进和重点监测。总体来看，二者均着重分析高收益债券的短期风险，加强监测和跟踪，及时反映和揭示高收益债券发行人的经营变化和面临的风险大小。此外，国际三大评级机构还主要针对信用风险较大的投机级别发行人所发债券出具回收率评级，更加明确地揭示出投机级债券的风险敞口。

标普于 2008 年对高收益债券评级作了改进，主要包括加强评级分析质量、加大评级透明度以及提升评级及时性三个方面。第一，在加强评级分析质量方面，

标普加大短期风险因素的权重设置，并且着重对于商业风险（business risk）进行评估，借助改良后的风险矩阵来分析商业风险的违约概率、影响和时间范围，对于发行人面临的具体和实质性的风险，给予更高的权重，对于普遍和较长期的风险，给予较低的权重。第二，在加大评级透明度方面，标普运用经济和商业情景分析模型来模拟未来一段时间内上行和下行的风险，并且会公布可能导致级别变动的更多相关信息，增加对于条款触发情况和安全区间的分析评论；第三，在提升评级及时性方面，将进行更多动态监测和情景分析，及时公布评级和展望变动情况来反映公司经营现状及偿债能力的变化。

穆迪推出了针对于投机级别债券的流动性评级（Speculative Grade Liquidity Ratings，简称“SGL 评级”），它是通过分析高收益债券发行人的自由现金流、库存现金及融资便利等来综合评估发行人是否能应付未来 12 个月内到期的债务流，共分为四个等级。SGL 评级包括发行者的经营现金流分析、目前和预期现金账户余额分析、内部（偿债）资源和信用授信额度等分析，分析的核心是发行人预计现金流和未来 12 月内的现金债务。第一，穆迪通过多个变量分析发行人经营性现金流的潜在波动性，包括：依据行业周期所需的经营资本、发行人的竞争地位和为达到增长目标所需的再投资，还要考虑发行人的资产负债表构成，并考虑这些构成的流动性情况。第二，考虑到当前现金流可能达不到预期，穆迪将会考察企业是否有其他替代融资渠道，而对于高收益债券发行人来说，银行授信额度是最主要的流动性替代来源。评估企业维持银行授信额度将会评估“重大不利变动条款”、触发条件和其他将会导致企业授信额度受限的情况。另一个考察企业替代融资渠道的方面是检查发行人的资产受限情况，例如是否有资产被抵押、质押，拥有较多未受限资产的企业拥有更多的融资弹性。第三，SGL 评级还要考虑企业变卖资产、产品线或部门的有序性、及时性。一般来说，只有能够在短时间完成出售的资产，才被认为是能够提高短期流动性的可变资源，与此同时，资产将会被仔细检查以确定可变现价值。

目前，国际三大评级机构还主要针对信用风险较大的投机级别发行人所发债券出具回收率评级，专门关注在违约情况下预期的损失和回收情况，而不考虑借款人总体的违约可能性。与大家熟悉的 AAA 至 C（或 D）级的符号所表示的评级结果不同，回收率评级使用单独的评级标准，一般分为 6 个等级，每个等级

都与一个预期回收范围相对应。回收率评级更加明确地揭示了投机级债券的风险暴露情况，有助于投资者资产配置优化。

二、发展我国高收益债券市场的建议

首先，要降低发行门槛，加快发行流程，支持有实际项目融资需求的企业发行高收益债券；其次，要加强培育合格投资者，增强高收益债券二级市场流动性；此外，要加强投资者保护，完善高收益债券风险处置机制；最后，要积极推动我国高收益债券的信用评级，使其规范化、科学化。

查看全文请点击 <http://www.nafmii.org.cn/jrscyj/qk/dqgk/20170614/>

（摘自金融市场研究，研究部供稿，2017年7月31日）

[返回目录](#)

实体经济去杠杆需标本兼治

2015年党的十八届五中全会提出“降低杠杆率”，2017年7月14至15日全国金融工作会议上，习近平指出，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。去杠杆、防风险仍是未来较长一段时间的重要任务之一。目前，去杠杆已取得初步成效，但仍存在一定问题：

地方政府隐性债务加大经济杠杆

近年来，对地方政府债务风险管控逐步加强，弱化了地方政府信用与城投企业的关联性。根据财政部公布的数据，截至2016年底，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，且较2015年地方政府债务余额（14.76万亿元）增长0.56万亿元，增幅较小。地方政府债务负债率为20.89%，较2015年下降2.3个百分点，这一指标远低于主要市场经济国家水平，风险总体可控且呈现下降趋势。

2017年以来，财政部等部门先后发布多项政策，禁止地方政府违规担保，严禁地方利用PPP、产业基金等变相举债，不得以任何方式向社会资本方承诺回购投资本金、承担投资本金损失、承诺最低收益，以及不得对有限合伙基金等任何股权投资方式附加额外条款变相举债等要求，进一步规范了地方政府举债融资行为，有助于防范地方政府隐性债务风险。但存量债务或历史遗留问题仍值得关注。

“僵尸”企业需要妥善处理

为降低企业杠杆，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出了市场化债转股政策，这是降低企业杠杆率的重要举措之一，银行相继开始实质性推进债转股的市场化进程。需要特别关注的是，通过债转股形式降低企业杠杆率很容易在资产负债表中得到体现，但商业银行出于流动性考虑，可能在实际操作中设定回购条款，要求企业在 5-7 年后回购所持股权，本质仍然是“明股实债”，实质上并未起到帮助企业降低杠杆的作用，其可能累积的风险需要关注。对于一些“僵尸”企业，需要妥善处理，出清债务。

谨慎对待金融创新性工具的隐性杠杆效应

在经济转型艰难推进的过程中，为解决企业融资难的问题，我国不断推出金融创新工具，如永续债、投资基金和双创债等，但这些创新工具如果不能得到严格监管，辅以完善的配套政策，很可能会变相加大我国隐性杠杆效应，提高我国债务风险。

查看全文请点击 http://dz.jjckb.cn/www/pages/webpage2009/html/2017-08/03/content_34548.htm

（摘自经济参考报，研究部供稿，2017 年 8 月 3 日）

[返回目录](#)

2017 年二季度债券市场回顾与下半年展望

本季度，银行间市场资金面整体延续了上季度中性偏紧的状态。具体来看，本季度，在美元加息、金融系统去杠杆等背景下，央行综合运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具，维持银行间市场资金面的紧平衡状态，随着 6 月央行通过续作 MLF 提前对冲到期量等手段向市场投放流动性，季末资金面有所缓解。在此背景下，利率整体延续了上季度的小幅波动上行走势，季末利率略有回落。

本季度，一年期贷款基准利率维持在 2016 年初以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率于 2016 年前三季度呈现平稳走势，但自四季度以来流动性阶段性趋紧导致银行间固定利率国债一年期到期收益率呈现上行走势，季末略有回落，本季度的平均水平（3.36%）较上季度（2.77%）和上年同期（2.31%）均有所上升。本季度，一年期短融的平均发行利率（5.40%）与银行

间固定利率国债一年期到期收益率上升趋势大致相同，继续高于一年期贷款基准利率，且较上季度（4.95%）和上年同期（3.98%）均有所上升。

本季度，三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在 2016 年初以来的 4.75%、4.75% 和 4.90% 的水平；与银行间固定利率国债一年期到期收益率变动相似，交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率均值分别为 3.42%、3.46% 和 3.55%，较上季度和上年同期均有明显上升。本季度三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的固定利率国债到期收益率的走势大致相同，平均发行利率分别为 5.61%、5.81% 以及 6.04%，较上季度和上年同期均有所上升，季末有所回落。除个别评级为 AAA 级的债券外，多数债券发行利率明显高于相应期间的贷款基准利率。

本季度，债券市场共发行各类债券 9.56 万亿元，环比增长 14.60%，同比小幅下降 4.01%。其中，银行间债券市场新发债券 9.05 万亿元，占债券市场发行总量的比重（94.65%）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，地方政府债和企业债的发行期数和发行规模环比均增长 2 倍左右，增幅显著，但同比仍下降 40% 左右；中期票据发行期数环比和同比增幅均在 20% 以上，发行规模环比和同比变化不一；银行间 ABS 发行期数和发行规模环比和同比均增加了 25% 以上，增幅较大；同业存单仍然保持各券种发行量之首。截至 2017 年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 68.78 万亿元，继续小幅扩大。

查看全文请点击 <http://bond.jrj.com.cn/2017/08/03153822840010.shtml>

（摘自金融界，研究部供稿，2017 年 8 月 3 日）

[返回目录](#)

2017 年上半年中国债券市场评级质量检验报告

2017 年上半年，我国公募市场新增 3 家违约发行人，共涉及 3 只债券，新增违约主体数量较 2016 年上半年（新增 13 家）和 2016 年下半年（新增 6 家）明显下降。新增 3 家违约发行人中，华盛江泉集团有限公司和信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司两家公司受行业景气度影响，公司经营不善，资金链紧张，无法按时足额偿付回售款项（合计 3.49 亿元），构成债项和主体违约；扬州赛尔

达尼龙制造有限公司为中小企业集合债的联合发行人，该公司董事长因涉嫌刑事案件，对其生产经营和偿债能力产生了重大影响，公司无法兑付债券本息（0.33 亿元），由担保方代偿，构成发行人主体违约。

2017 年上半年，公募市场有 10 家 2017 年之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，共涉及债券 14 只，其中江苏中显集团有限公司应偿付的“14 扬州中小债”本息（0.43 亿元）已由担保公司代为偿付。剩余 13 只未按时偿付债券中，11 只债券为首次未能按时偿付利息或本金，未偿付资金规模合计 56.01 亿元；2 只债券（13 东特钢 MTN2 和 11 蒙奈伦债）曾在 2016 年未能按时足额偿付利息或回售款项，2017 年上半年均再次未能按时偿付债券利息（合计 1.05 亿元）。2017 年上半年我国公募债券发行人主体违约率为 0.27%，较 2015 年（0.48%）和 2016 年（0.55%）均有所下降。其中，AA 级、AA-级和 A+级违约率分别为 0.12%、0.68%和 2.70%，BBB-级违约率为 60.00%，BB-级违约率为 100.00%，各级别违约率呈现随级别降低而递增的趋势。

2017 年上半年，私募债券市场无新增违约发行人，共有 3 家 2017 年之前已发生违约发行人所发的 4 只债券未能按期兑付债券本金或利息，违约金额为 31.52 亿元，违约债券期数和规模较 2016 年上半年（14 只和 50.07 亿元）和 2016 年下半年（11 只和 44.87 亿元）均有明显下降。违约私募债券种类均为定向债务融资工具（PPN）。3 家发行人分别是四川省煤炭产业集团有限责任公司、中国城市建设控股集团有限公司和大连机床集团有限责任公司，其所发公募债券在 2017 年上半年也出现未能按时兑付的现象。

整体来看，2017 年上半年我国债券市场违约债券主要集中在之前已违约发行人的存续债券中，新增违约发行人较少，且新增违约发行人年初主体级别均在 BBB+级（含）以下，违约对市场冲击有限。化工、机械制造和煤炭等景气度低迷、产能过剩行业仍然是违约风险主要集中的领域，违约券种涉及中期票据、企业债、超短期融资券和定向债务融资工具，违约主体的企业性质多为民营企业，同时地区违约风险进一步分化，山东、东北等地区违约风险持续暴露。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170807/147951965.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部供稿，2017 年 8 月 7 日）

[返回目录](#)

中国企业盈利水平改善，联合资信数据显示债市违约率下滑

根据评级公司联合资信的统计数据，2017 年上半年中国公募债券发行人主体违约率为 0.27%，较 2015 年的 0.48%和 2016 年的 0.55%下滑，新增违约发行人也出现明显下降，违约对市场的冲击有限。

与此同时，上半年发行人主体信用评级展望呈现明显调升趋势，较 2016 年的调降趋势有所改变，“主要是由于 2017 年以来，得益于供给侧改革实施，煤炭、钢铁等行业部分企业盈利水平得到改善，信用状况随之好转，”联合资信在发送的报告中写道。

今年以来，中国的经济数据屡超预期，尽管 7 月官方 PMI 数据出现下降，但从分项看，如钢铁行业 PMI 仍保持了强劲增长，螺纹钢和铁矿石期货近期亦强势走高。

（摘自彭博社，2017 年 8 月 7 日）

[返回目录](#)