

债市聚焦

第 27 期
总第 274 期
2018

政策指南

多省出台新一轮 PPP 政策：严防变相举债，防止弄虚作假

可转债“打新”规则可能调整 多账户申购策略或失效

地铁建设严禁债务资金作资本金 财政资金不低于 40%

辽宁地方债“突增”1688 亿 政府债务划归企业未获财政部认可

房企融资收紧：专款专用，禁止公司债与票据互还

市场动向

发债批复规模超 300 亿 转型阵痛期保险公司加紧“补血”

全国首单民企 PPP 专项债券获批

扶贫债全面落地 业界呼吁加大制度供给

风险事件

“15 中城建 MTN001” 未能按期足额偿付利息

棚改项目违约：贵州城投凯宏资产计划再曝逾期

联合视点

2018 年上半年我国债券市场信用风险状况与展望

2018 年第二季度短期融资券利差分析报告



联合资信官方微信平台

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



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

政策指南

多省出台新一轮 PPP 政策：严防变相举债，防止弄虚作假

近日，福建、江苏、深圳等地相继出台新的政策推进 PPP 项目发展。其中，提出要加强对 PPP 项目资金管理规范，严禁借 PPP 名义变相举债。

吉林省财政科学研究所所长张依群表示，加强对 PPP 项目资金管理规范，说明我国 PPP 开始逐步走向规范化、制度化的发展轨道。具体来看，福建省财政厅日前公布的《关于进一步规范政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》提出，各地各部门要杜绝伪 PPP 项目，严防假借 PPP 名义，以承诺固定回报、回购安排、明股实债和兜底等违规方式，变相违规举债转化为政府债务风险；江苏省财政厅日前印发《江苏省政府和社会资本合作（PPP）项目入库管理工作规则》明确提出优先入库、从严从紧入库和严禁入库三种具体类型及标准；深圳市日前发布《深圳市政府和社会资本合作（PPP）实施细则》，主要从 PPP 项目的土地政策、财政政策、金融政策和价格政策等方面提出相应的配套措施，积极促进和稳妥保障 PPP 项目的规范健康发展。此举促使各参与方更加注重规范运作和项目管理，有利于防范和控制风险，增强市场信心，促进深圳市 PPP 事业长期可持续发展。

张依群表示，PPP 作为一种新型的项目投资方式，从引进初期的盲目认知，到前几年的膨胀式快速发展，到去年的全面清理规范，再到现在的逐步走上正轨，说明我国对 PPP 的认识已经从不成熟阶段逐步走向成熟阶段。

据 PPP 有例数据平台统计数据显示，最近两个月，PPP 无论从项目成交数量还是投资规模上，都表现出下降趋势。从成交量来看，5 月份全国 PPP 项目总体成交量为 188 个，环比减少 25.1%，同比减少 24.8%。6 月份，全国 PPP 项目总体成交量为 195 个，同比减少 39.63%，环比增加 1.56%；从成交总额来看，5 月份全国 PPP 项目总体投资规模为 1842 亿元，环比下降 23.7%，同比下降 24.2%。6 月份全国 PPP 项目总体投资规模为 1798 亿元，同比减少 62.81%，环比减少 3.28%。

国家发改委、财政部 PPP 专家库双库专家陈民表示，从数据上看，PPP 在投资规模与投资总量上的整体下降，与 2017 年出台的一系列管控文件是分不开的，尤其是 2017

年年底财政部出台的清库政策，更是对政府付费类项目有所限制，这是导致 PPP 数量整体下降的主要原因。

尽管如此，在张依群看来，未来 PPP 发展仍大有可为。我国各地有许多公共基础设施建设和公益服务领域发展都可以运用 PPP 模式进行投资运营，而且在很多地方，PPP 已经成为缓解地方财政资金压力、解决公共设施建设的重要投资工具，发挥了很好效益。目前，国家正在抓紧 PPP 立法工作，这对完善 PPP 项目管理、规范项目运作、提升项目质量效益、防止弄虚作假、增加财政支出责任和支出压力都将发挥重要作用。

（摘自证券日报，包兴安，2018 年 7 月 11 日）

[返回目录](#)

可转债“打新”规则可能调整 多账户申购策略或失效

据悉，深圳市场的可转债、可交换债网上申购要求可能进行修订，同一投资者参与同一只可转债、可交换债网上申购只能使用一个证券账户，这意味着使用“拖拉机账户”参与深市可转债、可交换债网上申购的模式或终结。

多家证券公司近日收到深交所《关于做好可转债、可交换债发行网上申购业务调整技术准备的通知》（以下简称“通知”）。通知拟对深圳市场可转债、可交换债发行网上申购规定进行调整，调整后可转债、可交换债网上发行申购只能使用一个证券账户。确认多个证券账户为同一投资者持有的原则为证券账户注册资料中的“账户持有人名称”、“有效身份证号码”均相同。同一投资者使用多个证券账户参与网上申购的，按第一笔合格申购作为有效申购，其余均做无效处理。通知称，定向资管账户及企业年金账户即便持有人名称及身份证号码相同，也被视为不同投资者，按证券账户单独参与申购。

修改后的申购规则将与沪市一致。此前，深交所对于同一投资者的多账户申购并没有限制，只是强调了每个证券账户只能申购 1 次，不可多次申购。因此，在一人三户的背景下，对于拥有融资融券信用账户的投资者而言，最多可以使用 4 个账户同时申购深市可转债及可交换债。

去年底，参与可转债网上申购一度被视为 A 股发红包，部分投资者通过收集账户组建“拖拉机账户”参与申购，以期提高中签率。一家中型券商资深人士表示，预计最快 8 月系统准备就绪便会实施，此前部分高净值客户使用“拖拉机账户”打新债的路径将

被封堵。华泰证券沪上营业部人士表示，这个政策的影响不大。在可转债市场整体弱势的大背景下，即便规则不修改，目前使用多账户同时申购的投资者也不多。随着近期权益类市场持续调整，上市公司可转换债券申购遇冷，可转债大面积破发使得投资者参与申购热情急剧降温。

（摘自上海证券报，王晓宇，2018年7月13日）

[返回目录](#)

地铁建设严禁债务资金作资本金 财政资金不低于40%

根据国务院7月13日发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称意见），申报建设地铁的城市一般公共预算收入、地区生产总值分别由100亿元、1000亿元调整为300亿元、3000亿元。

意见指出，由于城市轨道交通投资巨大、公益性特征明显，部分城市对城市轨道交通发展的客观规律认识不足，对实际需求和自身实力把握不到位，存在规划过度超前、建设规模过于集中、资金落实不到位等问题，一定程度上加重了地方债务负担。意见明确，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金。

财政资金投入不低于40%

根据2016年5月发改委和交通运输部联合印发的《交通基础重大工程建设三年行动计划》，2016年~2018年重点推进项目中，在城市轨道交通方面，将重点推进103个项目前期工作，新建轨道交通2000公里以上，总投资额达1.6万亿元。

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》，去年中国内地城轨交通完成建设投资4762亿元，在建线路长度6246公里，在建项目可研批复投资额累计38756亿元。在投资级别达到几千亿元的城市轨道交通领域，财政资金一直是主要的资金来源。对本次意见明确项目财政资金投入在总投资中不得低于40%，中国社会科学院财经战略研究院副研究员何代欣解释说，规定财政资金的投入比例，主要有两方面原因：一是地铁建设的资金需求大，建设周期长，财政资金投入是工程建设和质量的重要保障，低于一定比例财政资金可能会给建设方形成压力，也可能造成项目进展迟滞。

更重要的是，何代欣强调，该项规定也是出于防范地方政府债务风险的考虑。基础设施投资对资金的需求量大，给地方政府债务还本付息带来压力。当前一些地方政府债务规模较大，过度超前的项目会加剧财政负担，造成新的不确定性风险。考虑到地方的财政状况，本次意见的出台，是让地方政府量力而行，一些不具备财政资金投入能力的地方政府就不会匆忙上地铁项目。即使有迫切需求，也会更加谨慎地评估项目的可持续性。

国家发展改革委综合运输研究所所长汪鸣、副主任王杨堃撰文指出，城市轨道交通建设、运营要与地方财力相匹配，否则会加重地方财政负担，影响到供给侧结构性改革的深入推进。当前经济高质量发展阶段对主动防范和化解地方债务风险提出了更高的要求，需要进一步强化对城市轨道交通投资、建设、运营维护各环节、全流程的动态监管，做好精细化管控。

专家：城市轨交 PPP 需慎重

严控地方政府债务风险是此次提高地铁申报门槛的重要考虑之一。意见明确，进一步加大财政约束力度，按照严控债务增量、有序化解债务存量的要求，严格防范城市政府因城市轨道交通建设新增地方政府债务风险，严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债。当前许多城市地铁建设考虑或已经采用 PPP 模式进行，单条地铁线路总投资通常超过百亿元。根据广发证券统计，发改委于 2015 年、2016 年分三批向社会公众推介 PPP 项目，其中，涉及城市轨道交通项目 57 个，项目数量虽不多，但单体投资规模巨大，三批轨道交通项目投资金额总计超过万亿元。

当前，PPP 模式中不规范问题仍存。去年底，为防止 PPP 异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号），对 PPP 项目库进行集中清理。今年 4 月底，财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，在示范项目中，共有 6 个地铁 PPP 项目被要求整改，涉及总投资约 1688 亿元。这 6 条地铁分别是：北京地铁轨道交通 16 号线和 14 号线，投资额分别是 495 亿元和 445 亿元；云南省昆明市轨道交通 4 号线和 5 号线工程项目，投资额分别是 266 亿元和 193 亿元；徐州市城市轨道交通 1 号线一期工程项目，总投资 162.78 亿元；苏州市轨道交通 1 号线工程项目，总投资 126.1 亿元。

中国城市轨道交通协会常务副会长周晓勤曾表示，对于 PPP 涌入轨道交通领域需慎重推广。一方面，轨道交通建设成本高，城轨交通特别是地铁的工程造价近年来持续增长，一些城市的平均单位综合造价从过去的每公里 5 亿元至 8 亿元已经超过每公里 10 亿元。另一方面，地铁后期运营成本居高不下，而资本又是逐利的，因此对社会资本过度参与城市轨道交通，一定要慎之又慎。

（摘自每日经济新闻，2018 年 7 月 15 日）

[返回目录](#)

辽宁地方债“突增”1688 亿 政府债务划归企业未获财政部认可

财政部近日公布 2017 年全国财政决算，首次披露了各省份 2017 年底政府债务余额，其中辽宁省地方政府债务余额约为 8455 亿元。这一数字高于当地年初的预计数字。根据辽宁省财政厅今年 2 月公布的《关于辽宁省 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，初步统计 2017 年末全省政府债务总额为 6767 亿元。而财政部此番最终核定的债务余额跳增至 8455 亿元，比地方原来的预计数字多了约 1688 亿元。

为何短短几个月，辽宁省政府债务突增？一位知情人士透露，这主要是当地将政府债务划归企业，让企业承担，从而降低了政府债务规模。但最终这种债务腾挪未被认可。辽宁省财政厅今年 2 月份公布的《2017 年地方政府债务情况》也作了相关说明：初步统计 2017 年末全省政府债务总额 6767 亿元。如加上以政府债券形式体现，但按资产负债成建制原则转为企业集团作为承担主体部分 1688 亿元之后为 8455 亿元。

一位熟悉当地情况的人士告诉记者，辽宁省通过签订协议将政府债务以及相关资产划给近些年刚成立的辽宁省交通建设投资集团有限责任公司等融资平台公司，从而实现了政府债务转为企业债务，但这些债务还是以政府债券形式体现，应该由政府来偿还。这种做法最终不被财政部认可。

公开资料显示，2016 年 1 月辽宁省交通建设投资集团有限责任公司成立，注册资本 366.5 亿元，总资产 2523 亿元，为辽宁省资产规模最大的国有企业，主要从事公路、铁路及相关基础设施投资与管理、开发、建设、运营等。

辽宁省交通建设投资集团组建是辽宁省大力推进经营性事业单位转企改制（以下简称“事转企”）的关键一步。2016 年以来，辽宁省委、省政府大力推进经营性事业单位转企改制组建省属企业集团，使之按照市场经济规律加快发展，以此为重要切入点破解

老工业基地体制机制矛盾，激发创新创造活力。当年辽宁省政府批复组建省交投集团、省水资源集团、省环保集团、省城乡建设集团、省工程咨询集团、省粮食发展集团、省地矿集团等 7 家省属企业集团。这项改革不仅盘活了事业单位资产，增加了市场主体，公平、公开、公正地由市场配置资源，也培植了新的税源，扩大了国有资产经营收益，改革成果初步显现。

媒体曾报道，辽宁“事转企”改革化解了政府债务，减轻了政府负担。辽宁省国资委副主任刘立国介绍，改革带来的直接利益是减少了政府财政供养人员。此外，改革完成后，辽宁省将投资交通、水利工程欠下的超千亿元的政府债务一次性划转给企业集团，降低了政府负债率，提升了再融资空间，为保障民生夯实基础。

长期关注地方债的上海财经大学郑春荣教授告诉记者，我国对地方债务规模实施限额审批制。将地方债腾挪至企业，一方面造成地方债下降假象，隐藏了财政风险；另一方面也使中央对地方债务限额的管制流于形式，因此有必要严格管理。

尽管 2017 年底辽宁省地方政府债务余额达到 8455 亿元，但仍控制在当年国务院批准的 9400.7 亿元的限额内，债务风险总体可控。根据辽宁省财政厅数据，2017 年辽宁省全省一般公共预算收入为 2390.2 亿元，加上中央财政各项补助收入、调入资金、地方政府债券收入、上年结余收入和政府性基金收入，地方财政总收入约 7837 亿元。债务率（债务余额/地方财政收入）约 108%，超过 100%警戒线。

（摘自第一财经，陈益刊，2018 年 7 月 17 日）

[返回目录](#)

房企融资收紧：专款专用，禁止公司债与票据互还

据媒体报道，监管层通过窗口指导，已进一步收紧房地产企业融资。此前公司债与票据之间可以互还，但为防止房企融资“浑水摸鱼”，交易所和银行间协会已分别检测通过自身相关部门发行的债务：公司债只能还公司债，票据只能还票据。

目前，公司债是由交易所监管，而票据是由银行间交易商协会监管。目前来看，公司债的期限一般较票据时间更长，因此，业内人士推断，监管此举可能抑制企业通过大量短融来兑付即将到期的长期债券压力。另外，根据政策放款的上限，只有长租公寓领域或者旧债到期，房企才可能发行新债。

目前，房地产行业整体负债率达 79.42%，房企杠杆率处于历史高位。此前，有研究机构发布报告指出，2017 年主要上市房企（A 股、H 股和其他）负债规模与增速继续加大。数据显示，2017 年末，60 家重点房企有息负债占比达 84.1%，增加 3.1 个百分点。2017 年，总有息负债超过千亿元的房企有 14 家，较 2016 年增加 6 家，90% 的房企总有息负债在上涨，且超过一半的企业负债增速有所增加。

与一般企业负债相比，房企负债具有数量大、期限长，受宏观经济和政策影响大、风险高等特点，这决定了绝大多数房企貌似实力强大，但实际上却很脆弱。因此，房企高负债及其可能导致的风险亟待引起监管层重视，尤其是要警惕房企高负债率对实体经济的挤出效应。

（摘自新浪财经，2018 年 7 月 17 日）

[返回目录](#)

市场动向

发债批复规模超 300 亿 转型阵痛期保险公司加紧“补血”

近日，银保监会批复幸福人寿发行 10 年期可赎回资本补充债券，发行规模不超过人民币 30 亿元。记者梳理发现，今年上半年，另有中英人寿、人保集团、英大泰和、农银人寿等险企获得银保监会的发债批复，批复发行总规模已超过 300 亿元。

今年以来，保险业强监管、治乱象深入推进，不少险企进入了转型的阵痛期，因此在资本补充以及经营策略上都进行了新的调整。

自去年原保监会《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》发布后，人身险市场逐渐向长期保障型转型。在产品结构和业务结构调整过程中，寿险业的亏损较为普遍。根据银保监会发布的 2018 年 1~5 月保险统计数据报告，寿险公司原保险保费收入 14141.71 亿元，同比下降 11.54%。很多寿险公司在转型过程中出现了效益下滑，从 70 余家寿险公司公布的 2018 年一季度经营数据看，有 20 余家出现了亏损，富德生命人寿、幸福人寿、前海人寿等亏损额较大，其中富德生命人寿亏损 16.5 亿元，幸福人寿亏损 8.6 亿元。

在经营承压和亏损下，不少寿险公司主动调整了未来的业务结构。幸福人寿高度关注现金流匹配问题，已做好充足准备在基本情景下维持公司整体现金流充足，而发行资

本补充债券，正是应对未来经营压力和业务转型的措施之一。

此外，偿付能力承压，也是险企选择发行资本补充债券的考量。比如，农银人寿发行35亿元资本补充债券补充附属一级资本后，其综合偿付能力充足率已从2017年第四季度末的121.97%上升到2018年第一季度末的180.05%。而对于人保集团、英大泰和等偿付能力较高的险企，发债则可能源于业务扩张以及业务结构的调整，避免因资本消耗较快而出现偿付能力下滑或现金流问题。

偿付能力水平衡量的是险企的流动性状况，反映出险企整体的抗风险能力，近几年已经成为保险行业监管的核心指标。6月份，银保监会召开的偿付能力监管委员会第42次工作会议披露，2018年第一季度末，纳入会议审议的173家保险公司的平均综合偿付能力充足率为248%，平均核心偿付能力充足率为237%。尽管当前保险业偿付能力充足稳定，但值得关注的是，平均综合偿付能力充足率较上季末下降3个百分点；平均核心偿付能力充足率较上季末下降2.9个百分点。偿付能力充足率的持续下滑，反映出保险行业的风控形势依然严峻，在行业转型期，各类险企的偿付能力水平出现了明显的分化，而部分造血能力不足的险企正试图通过增资等方式以摆脱困境。

2018年第一季度，长期受偿付能力不足困扰的中法人寿、新光海航人寿综合偿付能力充足率已跌至-5226.32%、-437.54%。中法人寿已启动业务管控、费用管控、投资管控等偿付能力管理的相关措施，并持续全力推动增资扩股工作，从根本上化解流动性风险。新光海航人寿董事会已数次商讨、安排、落实增资方案，并对现有产品进行再保险安排，通过办理再保险，降低对最低资本要求，增加实际资本。

与发行资本补充债券相呼应的是，不少险企上半年的增资计划也在加快。今年以来，已有利宝保险、大地财产保险、瑞泰人寿、华泰人寿、泰康在线、众安在线、中邮人寿、太保安联健康等险企变更注册资本获得银保监会批复。

从这些险企的经营状况看，补充资本金主要是为了增强资本实力和偿付能力，以应对业务转型过程中的现金流压力。其中又以寿险公司尤为明显，保费下滑、集中兑付带来的流动性风险已引起了险企的高度警觉。对于中小财险公司，商车费改等也带来了业务发展压力，不少公司甚至出现了亏损，增加资本以摊薄成本，成为这类险企在行业转型期寻求突围的普遍做法。

负债经营的特性，决定了险企对资本有着长期需求，而险企补充资本有股东增资、发行债券、资本公积等多种方式。从资本补充方式看，增加注册资本和发行资本补充债

券各有优劣，股东增资不会增加险企的长期债务，但是会摊薄股权，而信用评级高的大型险企则倾向于利用债券市场补充资本，在当前流动性合理充裕的市场环境下，利息成本仍然较低。

业界专家指出，当前应尤其关注中小险企的流动性状况，因为中小险企的增资渠道相对有限，保险公司发行资本补充债券需要满足连续经营超过三年、净资产不低于10亿元、偿付能力充足率不低于100%等要求。随着监管层面穿透式监管不断前置，监管部门对保险公司股东准入、资本真实性的监管规则在不断收紧，准入门槛在不断提高，这也将增加部分中小险企的增资难度。如想跨越转型瓶颈，中小险企还需在产品结构调整、业务转型方面下大工夫，以打造自己的竞争力，实现差异化发展，方能提升对资本的吸引力。

（摘自金融时报，2018年7月11日）

[返回目录](#)

全国首单民企 PPP 专项债券获批

日前，无锡市上市公司江苏省美尚生态景观股份有限公司 PPP 项目专项债券获国家发展改革委核准批复，这是江苏省获批的首单 PPP 项目专项债券，也是全国首单民营企业 PPP 项目专项债券。根据公告，美尚生态此次发行的政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券不超过 5 亿元，所筹资金 2.5 亿元用于昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路建设项目，2.5 亿元用于补充营运资金。

首单 PPP 专项债券获批发行，标志着一种新的 PPP 项目筹资方式的诞生。有关专家表示，由于美尚生态属于上市公司，符合发改委 PPP 专项债券的鼓励范畴。此次采用的是社会资本直接发行，用了最大的 50% 进行补流，同时选了担保公司进行了全额连带不可撤销担保，提高了偿债保证。

美尚生态景观股份有限公司是华东首家生态修复行业上市公司，主营业务为生态景观建设，主要包括生态修复与重构和园林景观两大类。业内人士表示，用各种融资手段，盘活手中 PPP 项目资金，对于当下园林生态公司尤其重要。

（摘自无锡日报，吴梦佳，2018年7月13日）

[返回目录](#)

扶贫债全面落地 业界呼吁加大制度供给

证监会统计显示，截至今年5月底，交易所债券市场累计发行扶贫公司债和资产支持证券59只，发行金额316.56亿元，在坚持市场化原则前提下，资本市场服务贫困地区实体经济发展的成效不断显现，交易所市场扶贫债实现了全面落地。针对目前扶贫债发行交易特点，业内人士呼吁，监管机构鼓励或引导增信机构对扶贫债的增信予以支持，引导和鼓励更多机构资金参与扶贫债券投资，进一步提高扶贫债的业务加分分值。

扶贫债发行交易支持政策不断完善

发挥资本市场作用，利用市场化机制服务国家脱贫攻坚战略，是证监会从推进开展金融扶贫工作之初便立下的原则。据证监会统计，截至今年5月底，交易所债券市场累计发行扶贫公司债和资产支持证券59只，发行金额316.56亿元。债券发行人分布于贵州、重庆、云南、广西等经济欠发达的中西部省（区、市），覆盖范围广；发行人行业分布多元，涵盖了有色金属采选、医药制造、旅游等9大行业。交易所市场扶贫债实现了全面落地。

国家各部委对金融扶贫高度重视，人民银行、银保监会、证监会等均出台不同政策给予支持。今年5月，为了让扶贫债的功能落到实处，沪深交易所分别发布《扶贫专项公司债券相关问题解答》，鼓励和支持注册在贫困地区以及有实际精准扶贫项目融资需求的企业发行扶贫债券。确定用于精准扶贫项目的金额应不低于债券募集资金总额的50%，其余部分可以用于补充公司流动资金或偿还借款等。此外，两个交易所除积极落实即报即审，安排专人负责扶贫债券项目审核工作外，还明确鼓励与绿色债券、创新创业债券等专项品种相结合的扶贫债券发行，对此类项目发行人提供更便利快捷的审核通道。

保障发行，券商青睐补充增信措施

长城证券相关负责人表示，扶贫债作为公司债的一个细分品种，目前除审核享受绿色通道外，与普通公司债相比并无明显优势，反而可能因为发行人主体偏弱的原因导致项目难度大，困难较多。从市场情况来看，补充增信是证券公司承销扶贫债青睐使用的方式。常见的增信手段包括：保证担保、差额支付承诺、保证保险承诺、流动性支持、回购承诺等。而在扶贫债发行中增信机构提供增信支持较为常见。

券商呼吁加大政策支持力度

发行主体资质较弱往往是扶贫债承销需要面对的首要问题。长城证券相关负责人表示，希望监管机构能够鼓励或引导增信机构对扶贫债的增信予以支持。“如果监管机构能够出台鼓励政策，鼓励商业担保机构为扶贫债券提供商业担保、鼓励有实力的当地上市公司和国有企业依托自身信用或提供增信支持发行扶贫债券来投资扶贫项目，则可以极大的解决扶贫债券评级较低的问题。”

募集资金使用和业务加分鼓励政策方面也还有提升空间。上述相关负责人表示，目前存在部分投行人员在承揽过程中对扶贫债的承揽积极性不高的问题。他建议，监管部门可以考虑对于成功发行扶贫债券的券商建议进一步提高加分分值，从而鼓励更多的券商出台内部激励政策，促进扶贫债的发展。

同时，他认为，为减少风险，减低发行难度，扶贫债券期限设置一般较短，但扶贫项目周期一般较长，建议鼓励公司债募投资金用途优先用于偿还扶贫债券，减低扶贫债券到期偿付难度，拉长还款周期，给扶贫项目较充分的发展时间。此外，从投资的角度看，目前投资者购买扶贫债的动力并不足，呈现出扶贫公司债和资产支持证券的买方机构集中在贫困地区的特点。对于投资者而言，最为关注的是项目收益和偿债能力。

长城证券相关负责人建议，监管部门引导和鼓励机构资金参与扶贫债券投资，鼓励上市公司闲置资金用于投资扶贫债券等支持国家战略类债券的投资，引导和鼓励券商、基金机构资金参与扶贫债券投资和交易，增加扶贫债券二级市场流动性。同时，出台专门的试点办法，鼓励达到一定条件的扶贫债券在交易所进行质押式回购，并沟通和引导相关部门对扶贫公司债券出台专门的贴息政策。

（摘自证券时报，江聃，2018年7月16日）

[返回目录](#)

风险事件

“15中城建 MTN001”未能按期足额偿付利息

7月16日，中国城市建设控股集团有限公司（以下简称“公司”）在上交所公告称，公司2015年度第一期中期票据（债券简称：15中城建 MTN001，债券代码：101560036）应于2018年7月14日付息，恰逢节假日，顺延至7月16日。截至付息日日终，公司未能按照约定筹措足额付息资金，“15中城建 MTN001”发生实质性违约。

[返回目录](#)

棚改项目违约：贵州城投凯宏资产计划再曝逾期

一款名为“首誉光控黔东南州凯宏资产专项资产管理计划3号”的资管计划对应委托贷款本金8060千万及相应利息，截至合同约定的收益分配截止日期2018年7月13日，借款人贵州黔东南州城投公司黔东南州凯宏资产运营有限责任公司（以下简称“凯宏资产”）未按合同约定足额偿还，凯宏资产构成该笔贷款的逾期。

此前，7月9日，“首誉光控黔东南州凯宏资产专项资产管理计划1号”即被爆出逾期违约，但随后警报解除，该产品尾款已于7月12日兑付到位。现在看在，短期警报解除未能解决长期资金压力，3号产品继续逾期违约。

公告显示，首誉光控作为管理人代表该计划与凯弘资产以及贵州银行股份有限公司凯里迎宾支行于2015年12月签订了委贷协议，根据约定，首誉光控向借款人发放贷款8060万元，用于黔东南州2013年黄平县棚户区改造建设工程项目以及黔东南州2014年黄平县棚户区改造建设工程项目，贷款到期日为2018年7月1日，保证人黔东南州开发投资有限责任公司承担连带责任担保。

公开资料显示，首誉光控凯宏资产计划系列产品是由首誉光控担任管理人设立的一对多专户产品，通过贵州银行凯里迎宾支行向借款人凯弘资产发放委托贷款，最终用于黔东南州政府下属的棚户区改造项目的建设。管理人首誉光控是中邮基金设立的专户子公司。风控措施上，由黔东南州人民政府所属两家平台公司之一的黔东南州开发投资有限责任公司提供无限连带责任担保，同时，此外，黔东南州人民政府出具承诺函，承诺到期将由州人民政府协调安排资金用于归还本次贷款。

首誉光控官网信息显示，该资管计划1号、2号、3号分别于2015年12月29日、2016年1月12日、2016年1月25日募资结束，分别筹集资金1.472亿元、1.419亿元、4670万元。

（摘自21世纪经济报道，方海平，2018年7月16日）

[返回目录](#)

联合视点

2018 年上半年我国债券市场信用风险状况与展望

2018 年上半年,公司治理问题是我国债券市场主要违约风险点。部分企业激进扩张、过度举债,短期内盈利能力无法兑现,不足以支撑资产规模的快速扩大,伴随着刚性债务规模持续增长,公司流动性持续承压,最终资金链断裂、丧失偿债能力。部分违约企业存在大额违规对外担保和资金拆借的情况,或者财务信息质量不佳,公司信息披露存在问题。此外,企业内部管理体系不完善,公司实际控制人接受调查或失联等重大负面风险事件的发生,对企业经营带来较大影响,引起银行收贷、压贷,加剧短期流动性风险,进而冲击企业偿债能力。与此同时,部分上市公司或其母公司高比例质押股票,导致融资弹性下降,在股票市值下跌时将面临强制平仓风险,进而陷入流动性危机,甚至出现违约,引发公司控制权变更。

展望 2018 年下半年,在强化金融监管、防控系统性金融风险的背景下,监管层或将继续出台相关政策进一步规范金融同业和理财市场、互联网金融市场等,我国债券市场出现系统性风险的可能性不大。但在加强监管的背景下,金融去杠杆、融资渠道收缩将对企业流动性产生不利影响,加上公司债到期量有所增加,2018 年下半年违约风险会继续暴露,但在宏观经济保持稳定增长的背景下债券市场信用风险总体可控,城投企业的信用风险或将有所暴露,民营企业仍是信用风险的主要爆点,煤炭、房地产、贸易、化工等行业内信用状况分化将进一步加剧。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20180710/149652359.shtml>

(摘自中国债券信息网,联合资信、联合评级研究部供稿,2018 年 7 月 10 日)

[返回目录](#)

2018 年第二季度短期融资券利差分析报告

本季度,共有 75 家企业累计发行短融 89 期,发行规模为 858.00 亿元,发行家数、发行期数和发行规模的环比、同比降幅均在 15% 以上。在金融严监管政策持续落地,部分企业再融资难度较大、违约事件多发的背景下,推迟或取消短融发行的情况有所增多,同时也受到超短融对短融的替代和分流作用影响,短融发行量有所减少。整体来看,AAA

级成为短融发行期数和规模均最多的主体级别，且短融发行期数和规模均呈现向 AAA 级集中的趋势。

本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率的平稳走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（5.59%）较上季度（5.90%）有所下降，但较上年同期（5.28%）有所上升。从各级别主体所发短融的发行利率来看，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势较为一致，整体表现较为平稳；各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较上季度和上年同期均有所减少，短融发行利率的区分度有所提升。本季度，各级别主体所发短融的发行利率基本均高于一年期贷款基准利率。

利差方面，各级别主体所发短融的利差走势出现差异，AAA 级和 AA+级主体所发短融的发行利差和交易利差环比有所下降，同比有所上升；AA 级主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比均有不同程度扩大。一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致：新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出明显的区分度，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高；AA+级与 AA 级的级差远高于 AAA 级与 AA+级的级差，表明投资者对 AA 级主体的风险溢价要求升高，避险情绪增强；本季度 AA+级和 AA 级发行人利差 I 和利差 II 的变异系数较高，稳定性相对较差（不排除样本量过少因素影响）。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20180717/149683819.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 7 月 17 日）

[返回目录](#)