

债市聚焦

2017.6.7-6.13

2017 年第 23 期 总第 219 期

政策指南

两部委联合发布农业领域 PPP 实施意见，重点支持六大领域
证监会鼓励“带路”沿线企业发熊猫债
重庆出台政府性债务风险应急处置预案
财政部为地方债“开前门”，与交通部发行收费公路债
债券通交易规则意见稿：最低报价请求量为 100 万元
公司债承销门槛将提高，两年内至少一年需 A 级或以上
抑制评级虚高，交易所债市考虑引入双评级制度

市场动向

超 2000 亿可转债在路上，发债积极性有待进一步挖掘
国开行增发绿色循环发展主题债券
建行-万得银行间债券发行指数发布

风险事件

“13 弘昌燃气债”6 折兑付本金追因：4 亿资金设前置条件
城投海外债技术违约，首次寻求豁免

联合视点

《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》简评
保守党意外失势加大了英国政治和“脱欧”谈判的不确定性

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

两部委联合发布农业领域 PPP 实施意见，重点支持六大领域

日前，财政部、农业部联合发布《关于深入推进农业领域政府和社会资本合作的实施意见》（下称《意见》）。

《意见》显示，总体工作目标在于探索农业领域推广 PPP 模式的实施路径、成熟模式和长效机制，创新农业公共产品和公共服务市场化供给机制，推动政府职能转变，提高农业投资有效性和公共资源使用效益，提升农业公共服务供给质量和效率。

《意见》指出，要重点引导和鼓励社会资本参与六大领域农业公共产品和服务供给。一，农业绿色发展。支持畜禽粪污资源化利用、农作物秸秆综合利用、废旧农膜回收、病死畜禽无害化处理，支持规模化大型沼气工程；二，高标准农田建设。支持集中连片、旱涝保收、稳产高产、生态友好的高标准农田建设，支持开展土地平整、土壤改良与培肥、灌溉与排水、田间道路、农田防护与生态环境保护、农田输配电等工程建设，支持耕地治理修复；三，现代农业产业园。支持以规模化种养基地为基础，通过“生产+加工+科技”，聚集现代生产要素、创新体制机制的现代农业产业园；四，田园综合体。支持有条件的乡村建设以农民合作社为主要载体、让农民充分参与和受益，集循环农业、创意农业、农事体验于一体的田园综合体；五，农产品物流与交易平台。支持农产品交易中心(市场)、生产资料交易平台、仓储基地建设，支持区域农产品公用品牌创建；六，“互联网+”现代农业。支持信息进村入户工程、智慧农业工程、农村电子商务平台、智能物流设施等建设运营。

《意见》提出，严格筛选项目，依托全国 PPP 综合信息平台推进农业 PPP 项目库建设，明确入库标准，优先选择有经营性现金流、适宜市场化运作的农业公共设施及公共服务项目，做好项目储备，明确年度及中长期项目开发计划，确保农业 PPP 有序推进。

同时，鼓励农民专业合作社等新型农业经营主体参与 PPP 项目，并通过订单带动、利润返还、股份合作等模式进一步完善与农户的利益联结机制，建立长期稳定的合作关系。

此外，严格债务管理，各地财政部门、农业部门要认真组织开展项目物有所值评价和财政承受能力论证，加强本辖区内 PPP 项目财政支出责任统计和超限预警，严格政府债务管理，严禁通过政府回购安排、承诺固定回报等方式进行变相举债，严禁项目公司债务向政府转移。

（摘自中国网，2017 年 6 月 7 日）

[返回目录](#)

证监会鼓励“带路”沿线企业发熊猫债

中国证监会副主席姜洋昨天表示，未来将鼓励符合条件的“一带一路”沿线国家的企业发行熊猫债；并以原油、铁矿石为突破口，逐步引入境外投资者参与国内特定品种期货交易。据报道，他强调证监会将加快建设多层次资本市场，强化主板、中小板、创业板融资功能，深化新三板改革，规范发展区域性股权市场，支持各种类型的企业扩大股权融资。证监会将稳步扩大资本市场双向开放。

他还指出，未来将稳步扩大资本市场双向开放。证监会将在总结经验的基础上，与“一带一路”沿线有关国家扩大交易所的互利务实合作。进一步完善 QFII（合格境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外机构投资者）制度，逐步放宽市场准入，扩大投资范围，鼓励从事长期投资的机构投资者参与中国市场发展。

姜洋称，将进一步改革境内企业境外上市制度，加强跨境监管协作，便利符合条件的企业赴境外发行上市。继续鼓励境外投资者和服务提供商到中国投资、开展业务，逐步放宽经营机构的外资准入限制。支持符合条件的境内机构到“一带一路”沿线国家布局网点，完善全球服务网络，打造具有国际竞争力的现代投行。

据中国证监会数据，目前中国国内已启动了熊猫公司债试点，有 15 家境外企业累计发行 48 单，融资 859 亿元人民币（178 亿新元）。

（摘自联合早报，2017 年 6 月 7 日）

[返回目录](#)

重庆出台政府性债务风险应急处置预案

重庆市政府办公厅近日印发《政府性债务风险应急处置预案》，对政府性债务风险的应急处置做出包括分类、认定、追责、处置在内的系统安排，切实防范财政金融风险。预案以守住不发生区域性系统性风险底线，维护经济安全和社会稳定为底线，适用于市级和区县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应对的事件。

在执行层面，预案要求建立分层负责机制，市政府对全市政府性债务风险应急处置负总责，区县属地管理。跨区县处置由区县协商办理。涉及市外的政府性债务风险应急处置由市政府或有关区县牵头办理。按照风险事件的性质、影响范围和危害程度等情况，将政府性债务风险事件划分为 I 级（特别重大）、II 级（重大）、III 级（较大）、IV 级（一般）四个等级。以 IV 级债务风险事件为例，当单个区县本级偿还政府债务本息实质性违约，或者因债务原因无法保障基本民生和政府运转、造成群体性事件，只要一项指标异常，就确定为 IV 级债务风险事件。

建立分类处置机制，对政府债券，政府承担全部偿还责任。对非政府债券形式的存量政府债务，债务人协商一致，可以按照有关法律规定分类处理，保障债权人、债务人合法权益；对存量或有债务，依法不属于政府债务，涉及政府及其部门出具无效担保合同的，政府及其部门仅依法承担适当民事赔偿责任；涉及政府可能承担一定救助责任的，地方政府视情况实施救助，但保留对债务人的追偿权。

建立责任追究机制，违法违规责任具体包括政府债务余额超过经批准的政府债务限额、政府及其部门在预算之外违法违规举借债务等 13 种行为。一旦风险事件发生后，将适时启动责任追究机制，对相关责任人员进行行政问责。

预案还提出，区县年度一般债务付息支出超过本地区当年一般公共预算支出 10% 的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10% 的，必须启动财政重整计划。

（摘自上海证券报，2017 年 6 月 6 日）

[返回目录](#)

财政部为地方债“开前门”，与交通部发行收费公路债

财政部在一方面对地方政府的违规举债不断的严加管理，也一方面不断的给地方政府开口子。经济观察网记者获悉，在继财政部发行土地专项债之后，财政部与交通部联合制定的收费公路专项债也已经将额度下发的各省。

“收费公路专项债券属于地方政府专项债券的一种，额度依然在预算的专项债券额度之内，2017年的额度已经下发到各省，债券资金只能用于收费公路。”一位财税人士告诉经济观察网。同时经济观察网获悉，财政部与交通部还在制定《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》。

财政部在堵后门，规范地方政府违规举债的同时，也在给地方政府开前门。2017年6月1日，财政部、国土资源部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（以下简称《办法》）。《办法》指出，土地储备专项债券是地方政府专项债券的一个品种，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还。财政部在国务院批准的年度地方政府专项债务限额内，根据土地储备融资需求、土地出让收入状况等因素，确定年度全国土地储备专项债券总额度。

一位债券市场人士告诉经济观察网，财政部对政府债务分类有置换债、一般债券、专项债券，土地专项债是地方政府专项债券的一种。专家表示，这也是财政部在扩大地方政府债券种类的一种尝试，未来也有可能探索发行其他种类的地方政府债券。

财政部表示，根据地方政府性基金收入项目特点和相关工作进展，2017年拟选择土地储备等重点领域开展试点。在2017年中央和地方预算草案中刚提出地方政府专项债务收入8000亿元。，也就是说无论是土地专项债还是收费公路专项债，其额度范围都在8000亿之内。“从地方政府实际需求，发行的债券额度还是比较小，从趋势来看，适当扩大地方债券的额度，把地方政府违规举债进行规范治理，适度地方政府政府债券的扩大，既包括一般债券也包括专项债券。”专家对记者表示。

（摘自经济观察网，2017年6月8日）

[返回目录](#)

债券通交易规则意见稿：最低报价请求量为 100 万元

6月12日，全国银行间同业拆借中心发布了《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则（试行）》（公开征求意见稿），意见反馈截止时间为2017年6月14日。

此次《意见稿》适用范围为“北向通”，即外投资者通过内地与香港债券市场基础设施的互联互通，投资于内地银行间债券市场的机制安排。

《意见稿》显示，“北向通”交易的品种为现券买卖，可交易的券种为银行间债券市场交易流通的以人民币计价的各类债券，包括国债、地方政府债、中央银行债券、金融债券、公司信用类债券、同业存单、资产支持证券等。“北向通”交易日为内地银行间债券市场、香港市场均为交易日且能够满足结算安排的日期，具体为每个交易日北京时间上午9:00—12:00，下午13:30—16:30。

《意见稿》规定，境外投资者发送报价请求的请求量最低为100万元人民币，最小变动单位为100万元人民币。

《意见稿》指出，全国银行间同业拆借中心将对“北向通”以下异常交易行为进行重点监测：（1）频繁发送不反映真实交易意向的报价量；（2）报价回复价格、成交价格严重偏离市场公允价格；（3）以任何形式操纵市场、进行内幕交易，扰乱市场秩序；（4）未按成交信息履行结算义务，多次出现结算失败；（5）人民银行、交易中心认定的其他违规行为。

如果“北向通”投资者发生上述异常交易情形，全国银行间同业拆借中心视情节轻重采取口头或书面警告、通报批评、公开谴责、暂停或取消“北向通”交易权限等措施。

（摘自新浪网，2017年6月12日）

[返回目录](#)

公司债承销门槛将提高，两年内至少一年需 A 级或以上

在金融业加强防范风险的背景下，证监会主管的公司债券业务再上紧箍咒。

据报道，中国证券业协会于6月9日对券商下发通知称，该协会拟修改《公司债券承销业务规范》，在第五条中增加三款内容，并增加一个条款作为第四十

二条。证券业协会称，此举是为了防范公司债券信用风险，按照分类管理公司债券承销业务的监管思路，实现对公司债券承销业务的扶优限劣。目前，该征求意见稿已下发。“此次修改，最主要的变化是为券商承销公司债券资格划定门槛，公司债主承销资格与监管评级挂钩落地，必须最近两年内，有一年评级在 A 以上。”一位券商固收人士说。

证券业协会的标准表述则是：证券公司分类结果最近两年中至少有一年为 A 级别或 A 级别以上的证券公司，自当年度分类结果公布之日起至下一年度分类结果公布前一日止，可以担任公司债券项目主承销商。而对于在最近两年分类结果都在 BBB 级别或以下的券商，征求意见稿则规定，“如最近两年作为主承销商的公司债券承销金额行业排名前 20 位，经监管部门现场核查，审慎确认，公司债券承销业务执业能力强、项目质量高，具有专业化特点的，自确认之日起至下一年度分类结果公布前一日止，可以担任公司债券项目的主承销商。”

前述内容均将写入业务规范文件中的规定券商承销资格的第五条。在此之前，该条款规定，取得证券承销业务资格的券商，即可承销公司债。

此外，证券业协会还拟在文件中增加第四十二条，其内容如下：“最近两年分类结果均未达到 A 级别或 A 级别以上的证券公司，其担任主承销商的公司债券项目，存在以下情形的，须更换主承销商：（一）尚未取得中国证监会行政许可；（二）尚未取得交易所挂牌无异议函。”

专家表示，此举影响会很大，过去几年券商设立事业部的做法蔚然成风，小券商做大规模的同时，也在扭曲的激励机制下积累诸多风险。小券商承包团队将承受较大损失。在证监会公布的《2016 年证券公司分类结果》中，95 家券商分类结果中，仅 36 家达到 A 及以上。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 12 日）

[返回目录](#)

抑制评级虚高，交易所债市考虑引入双评级制度

中国证券登记结算有限公司（下称“中证登”）4 月 7 日发布债券质押回购新规，明确债项评级低于 AAA 的中低评级信用债不得入库开展回购。新规实施

以来，中低评级信用债因丧失抵押资格而面临着发行利率抬升等窘境，债券发行人则为了降低发债溢价带来的成本增加，存在集中提升评级的冲动。

业内人士透露，为了抑制债券评级虚高的现象，交易所债券市场正在讨论引入债券双评级制度。

“双评级”是指在债券发行过程中，同一债券发行主体或同一债项须由两家评级机构同时进行信用评级，并独立出具评级报告的制度安排，通过对不同评级机构所出具的评级结果进行相互校验，对评级机构形成一定约束，同时也增强信息披露，为投资者提供更独立、客观和公正的评级服务。

监管部门对债券评级虚高早有警觉。消息人士透露，监管部门近期召开了交易所债券双评级制度专题研讨会，与会者就交易所债券市场双评级制度监管框架的建立进行了广泛讨论。有与会人士表示，公司债入库新规推出后，交易所债市存在部分发行人通过人为提升评级达到入库标准的现象，对此应当采取一定措施，而双评级制度正是抑制评级虚高的有效方法之一。

债券市场资深人士介绍，为了获得更低的融资成本，债券市场上一直存在债券评级虚高的现象。目前评级行业采用的付费方式主要是发行人付费，这种模式将评级机构与受评对象的利益互相联结，影响了评级的独立性和公正性。他表示，目前国内债券评级虚高，很多 AAA 企业债券发行的利率差异很大，本身也说明评级本身的参考意义不大，投资者更倾向于参照自己内部的信用评级。

根据中证登今年 4 月 7 日发布的《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017 修订版）》，债项评级为 AA+ 及以下的新发交易所信用债不能再入质押库。从业人士认为，该指引实施后，评级虚高效应会上移到 AAA 评级的债券，导致 AAA 评级债券的辨识度进一步降低，对此监管部门应当采取相应的措施。

专家分析，“双评级”是对抑制评级泡沫很有帮助的制度，也一直是各国通行的做法。2008 年金融危机之后，各国普遍开始推动对结构化金融产品采用“双评级”，我国银行间债券市场早在 2013 年就引入了“双评级”制度。

公开资料显示，中国银行间市场交易商协会规定，凡是创新类产品必须采取双评级，两家评级机构中的一家必须是投资者付费评级公司，如中债资信评级等，另一家则允许自选。

（摘自上海证券报，2017年6月13日）

[返回目录](#)

市场动向

超 2000 亿可转债在路上，发债积极性有待进一步挖掘

受再融资监管强化和减持新规的影响，可转债市场正在成为市场新的热点，虽然今年上半年只有 5 只可转债发行，但是已有 34 家上市公司董事会发布可转债预案，规模超千亿，市场预期未来还会继续扩容。可交换债市场规模近年也快速增长，但市场对于部分可交换债是否受减持新规的约束仍存在争议。

上半年量少审核严

尽管 2 月 17 日定增新规出台后，“可转债”成为监管层鼓励上市公司的再融资方式，然而记者梳理今年以来成功发行的可转债情况，仅有 5 只发行，规模最大的为光大转债，募集资金达 300 亿元。另外两只则在 6 月初发行。

谈及今年上半年可转债规模不及市场预期，投行人士分析，监管层的审核较为严格，审核要点主要包括募投项目、现金分红、利润下滑等情况。比如在募投项目上的审核要求，与定增一样，监管层要求上市公司披露募投项目具体投资数额安排明细，投资数额的测算依据和测算过程，包括了各项投资构成是否属于资本性支出。要说明本次融资的合理性及必要性，以及是否属于频繁融资、过度融资情形。

在审核方面，目前可转债走的是证监会绿色通道审核。今年围绕可转债的发审会仅有 5 次，最近一次在 6 月 6 日，林洋能源、新时达的可转债项目均通过。

在发批文情况来看，今年以来成功发行的 5 只可转债，从“过会”到“拿批文”大约经历 3 个月左右时间。然而比如 2016 年 12 月通过发审会的国泰君安，

在 2017 年 6 月 2 日才获得批文，经历了半年时长，募资规模 70 亿。而宁波银行在去年 5 月过会，至今尚未获得批文。

专家表示，融资收紧的倾向从去年起至今一直在通过证监会的窗口指导进行实践。可转债本质上依然属于再融资，即使企业因为新规放弃定增选择可转债的方式融资，仍然可能被批文所限制。

另一方面，投行的积极性亦是重要的原因。多名投行人士反馈，可转债业务处于“微利”。“只要是发债的项目，费率都不会收得太高，大概 1% 左右。同时发行规模并不大，普遍在 10 亿左右。”投行人士 6 月 7 日表示。也有业内人士表示，“根据我们在业内了解的情况，承销费率不超过 2%。这就要看各家投行如何权衡成本与收益来决定是否要重点发展。”

预案井喷

尽管上半年“可转债”规模仅有 326.51 亿，但“后备力量”正迅速崛起。

根据 wind 统计，今年以来共有 34 家上市公司董事会发布可转债预案，合计发行规模达到 1254.2 亿元；另有 48 家预案已经通过股东大会，合计发行 1086.79 亿元。其中，民生银行、海南航空、宝钢股份、中国石油计划发行规模超过百亿，分别为 500 亿、150 亿、150 亿、100 亿。

有券商人士表示上半年“可转债”业务尚在推广，因此规模上升未能出现“立竿见影”的效果，等到市场培育后，可转债具有较大的发展潜力。

投行人士表示，“上半年是一个政策适应的过渡阶段。”他解释称，上市公司起初对“可转债”并不了解；定增收紧后，券商向上市公司推广“可转债”融资工具需要一个过程，上市公司需要“接受和教育”的时间。

“我们在年初已经注意到不少投行在抢占可转债市场，各家券商先从客户当中进行排查，挑选符合条件的并重点追踪他们的需求。”专家表示。他认为，随着投行布局，下半年将迎来可转债的扩容高峰期。

业内人士谈到，可转债“不赚钱”是预期内的，但只要把规模做大，仍然是投行的赢利点。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 8 日）

[返回目录](#)

国开行增发绿色循环发展主题债券

国家开发银行将于6月8日在全国银行间债券市场增发2017年第二期绿色金融债券。本期债券发行量不超过50亿元，发行人委托东方证券、中信证券、光大银行、第一创业证券和洛阳银行作为主承销商，募集款项全部投向以绿色循环发展为专题的节能和污染防治两个类别、四个项目。这是国开行践行绿色发展理念，服务国家绿色发展战略，响应《循环发展引领行动》，推动绿色循环发展的创新实践。

本期增发的绿色金融债券为5年期固定利率品种，通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行，票面利率4.19%。同时，本期债券将继续采用预发行交易模式，市场投资人可在6月5日至7日的发行前3个工作日内通过银行间债券市场本币交易系统开展预发行交易，提前实现交易及定价。

募集资金具体用途包括：对乌兰察布卓资县8个乡镇51个贫困村的环境整治工程等基础设施进行更新改造；通过辽阳市生活垃圾焚烧发电项目，采用“SNCR+半干法+活性炭吸附+布袋除尘”的组合工艺技术，达到城镇生活垃圾综合治理；通过宁波市西店镇雨污水分流工程和张家港市农村生活污水治理项目，对污水等进行综合处理等。

（摘自上海证券报，2017年6月5日）

[返回目录](#)

建行-万得银行间债券发行指数发布

昨日，“建设银行-万得银行间债券发行指数”、“建设银行-万得银行间债券发行曲线”在上海发布。指数和曲线是以非金融企业债务融资工具为样本，选取债券一级、二级相关数据推出的一级市场发行指数和主要产业板块、城投板块、产能过剩板块三大曲线。业内人士表示，指数与曲线的推出，填补了债券一级市场缺乏发行指数、缺乏按日更新的发行曲线这两项空白。尤其是香港和内地之间的“债券通”北向交易开通后，指数和曲线也为境外投资者打开了一扇快速、直观了解内地债券市场的大门。

（摘自证券时报，2017年6月9日）

[返回目录](#)

风险事件

“13 弘昌燃气债” 6 折兑付本金迫因:4 亿资金设前置条件

近日，一份名为《13 弘昌燃气债本金折价回售说明函》的文件在市场上流传，引发债市投资者对发行人“逃废债”的担忧。

6 月 7 日，记者从“13 弘昌燃气债”发行人信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司（下称“弘昌燃气”）相关负责人处确认了此说明函的真实性，但对方表示，这只是发行人提出的一个商议函，“最后并没有正式发出来。”弘昌燃气在这份并未正式发出的商议函中语气强硬，称“每家机构在收取上年度利息后，预计可以获得本期债券面值 6 折的本金兑付，不接受本方案或拖延时间等待解决是无法实现的。此外，公司也无法兑付受偿部分本金然后追索剩余本金的回售要求。”

“13 弘昌燃气债”于 2013 年 6 月 20 日发行，属于企业债，主承销商为广州证券，债券受托管理人为中国银行信阳分行，总规模 7 亿元，期限 7 年，为 4+3 结构，即投资者在第四年享有回售选择权。弘昌燃气在上述商议函中称公司已筹集资金 5 亿元应对回售。

“我们储备的资金有两笔：5 月 2 日到了一笔 1 个亿，是公司的自有资金，准备兑付所有投资人今年的利息，以及个人投资者的 5000 余万元本息。”前述弘昌燃气相关负责人表示，另一笔约 4 亿元的资金，则通过当地政府“协调一些单位给我们借款。”该人士对记者解释了“6 折本金回售”的原因，“协调的单位只能借 4 个亿，对应到机构投资者是 6-6.2 折左右。”

更重要的是，这 4 亿元资金能否到位，目前尚存在不确定性。据该人士解释，当地政府协调的单位设置了一个前提条件：机构投资者须接受以约 6 折票面价值回售该期债券，在投资者签署协议后，出借资金的单位才会放款。

据悉，债券持有人会议将于 6 月 9 日召开，发行人提出的按本金六折回售的要求将被否决；同时，投资人将在持有人会议上提出多个议题，内容包括：要求查看本期债券的相关担保物及其权利抵质押合同、查看担保物的资产评估报告、要求发行人追加其他有效资产担保，以及要求发行人就本期债券募集资金去向做出合理解释、要求主承销商和债券受托管理人承担连带保证责任担保等。

“分期付款也行，比如这次先还 60%，剩下的部分之后，债券到期还有 3 年，可以 3 年里分期偿还。”投资人对记者表示，但从此前弘昌燃气对投资者“公司也无法兑付受偿部分本金然后追索剩余本金的回售要求”的表述来看，发行人似乎并无此意愿。

事实上“13 弘昌燃气债”的问题，早在前两年就陆续暴露。

由于弘昌燃气大规模的投资项目对公司现金流侵蚀严重，2015 年该公司已无银行授信余额，并已发生部分贷款违约，资金周转困难。2016 年 2 月，弘昌燃气通过子公司河南源能企业管理咨询有限公司追加 5 亿元担保，但之后仅到位 5000 万元；同时，关联公司河南信阳毛尖集团有限公司提供的抵押资产集体林地使用权以及林木资产，尽管估值高达 23 亿元，但变现困难，形成僵局。弘昌燃气董事长陈四强已与当地相关部门再次开会协商债券兑付事宜。事态发展将走向何方，或许得到 6 月 9 日债券持有人会议之后，方可进一步判断。

（摘自上 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 8 日）

[返回目录](#)

城投海外债技术违约，首次寻求豁免

因为去年人民币大幅贬值，天津滨海新区建设投资集团有限公司（简称“滨海建投”）的两笔海外美元债因此违约债券限制条款，该公司已向债券持有人寻求违约豁免同意。国际评级机构标普认为，此项技术违约本可通过专业操作避免。

此次涉及“技术性违约”（technical breach）的两个债项，一项规模 3 亿美元，2018 年到期；另一项规模 4 亿美元，2020 年到期债券。发行人是滨海建投旗下的离岸 SPV（特别目的载体）Zhaohai Investment (BVI) Limited，滨海建投（香港）发展有限公司（滨海建投香港）提供担保，滨海建投提供维好支持。根据滨海建投的文件，上述两笔债券限制条款规定，在债券存续期内，发行人及担保人的合并资本净值以及合计所有者权益分别不能低于 1 美元和 1 千万港元。

而在截至 2016 年年末的 18 个月间，人民币对美元和港元累计贬值超过 10%。由于担保人滨海建投香港的资产端大部分自人民币计价资产，而负债端大部分为美元计价，财务报告以港元出具，因此累积的汇兑损失在人民币贬值过程中持续增加，最终导致无法满足上述限制条款规定，触发违约。

但标普将上述情况视为“技术性违约”，也并没有改变滨海建投及其香港子公司的评级，因为它并非担保人滨海建投香港本身偿债能力恶化所致。“滨海建投香港并没有因为还本付息而用尽所有财务资源，且来自滨海建投集团的母公司支持也未减弱。”标普在题为《猝不及防的离岸汇率风险：滨海建投何以违约境外债券条款》的报告中写道。

对此，滨海建投已于5月26日向债券持有人发出豁免同意申请，成为第一家请求境外债券持有人同意豁免限制条款技术违约的中国地方政府融资平台。滨海建投集团同时希望持有人同意将债券结构从维好结构转为担保结构。

标普认为，滨海建投本可以提前通过更加积极的专业操作来避免技术性违约，具体包括加强财务管理、主动监控境外市场的各种风险，如关注汇率风险、遵守债务限制条款等。“除了人民币大幅贬值等外部因素以外，此事件也说明滨海建投集团在境外债务的财务管理方面缺乏警惕、经验和了解，从而导致违约限制条款。”标普全球评级信用分析师吕岚表示。

目前，城投海外债大部分由城投公司设立离岸子公司发行，境内城投母公司提供担保或维好协议支持。而离岸子公司并没有实际业务，资产与负债币种不匹配，致其完全暴露在汇兑风险之中。据财新记者了解，目前很少有城投公司设立汇率对冲来应对汇兑风险。

标普的报告指出，早在2015年，滨海建投香港的资本净值就因为人民币贬值而大幅缩水，但该公司在当时并没有及时采取行动来避免此次可能的违约，直到准备2016年审计报告的时候才发现并公布了这个问题。

滨海建投表示，自6月20日之前同意豁免及修改债券结构的债券持有人将获得相当于债券本金0.35%的同意费，在6月20日至28日同意的债券持有人将获得相当于债权本金0.15%的同意费。标普认为，滨海建投集团征得大部分债券持有人同意的概率很高，而征得同意对于该公司的信用状况将具有正面意义。

“此次违约反映出城投公司管理层对于离岸债券的限制条款不重视。”一位离岸债券市场买方人士表示，“这件事情不会对市场有情绪上的影响，但会提醒大家认识到城投债可能面临的一些问题。”

（摘自财新网，2017年6月10日）

[返回目录](#)

联合视点

《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》简评

近日，财政部、国土资源部联合下发了《关于印发〈地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）〉的通知》（财预【2017】62号，以下简称“《62号文》”），提出地方政府可发行土地储备专项债券（以下简称“土储专项债”），并从偿债资金来源、额度管理、发行机制、监督管理等方面提出了具体规定。土储专项债是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入（以下简称“土地出让收入”）偿还的地方政府专项债券。

发挥疏堵结合开前门的关键作用

发行土储专项债是土地储备业务管理疏堵结合开前门之举，进一步规范了土地储备工作。

2016年2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会联合下发的《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综【2016】4号）首次明确指出各类城投公司等其他机构一律不得再从事新增土地储备工作。2017年5月，《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50号）规定地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为；融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。上述政策的出台，意味着城投公司直接或间接从事土地储备工作或融资的方式彻底被否决。而当前土地使用权出让收入作为地方政府财政收入的重要来源，土地储备工作稳定发展至关重要，地方政府针对土地储备事项的投入资金来源只能依赖于地方政府债券。在地方政府财政支出压力不断增加的情况下，推出土地储备专项债券，为土地储备工作的开展打开了前门。

土储专项债本身设计更灵活、更具专业性

土储专项债作为地方政府专项债券的一个品种，延续了地方政府传统专项债

券在制度设计上的普遍规定，同时也具有针对性更强，设计更灵活，监管更严等特点。

募投项目以及偿债资金来源更具针对性。一方面，土储专项债募集资金由纳入国土资源部名录管理的土地储备机构专项用于土地储备，资金的使用对应到具体项目，而传统专项债券仅规定用于有一定收益的公益性项目。另一方面，土储专项债对应土地储备项目取得的土地出让收入专门用于偿还对应债券，不得通过其他项目对应的土地出让收入偿还到期债券本金，而传统专项债券由对应的政府性基金收入偿还。即土储专项债的资金来源和偿还均是专款专用，项目的针对性较强。

期限结构、还款条款设计更加灵活。土储专项债发行期限应当与土地储备项目期限适应，原则上不超过 5 年，而传统专项债期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年，土储专项债期限相对较短，且未设计固定期限，存在变动空间。另外，土储专项债可以约定根据土地出让收入情况提前偿还债券本金的条款，同时鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构。传统专项债券则没有提前偿还债券本金条款设置。

资金使用及募投项目监管更加严格。相较于传统专项债券的监管要求，土储专项债提出了更严格的动态监管方式，包括要求地方各级土地储备机构理清土地产权，完成土地登记，及时评估储备土地资产价值，及时在土地储备监测监管系统中填报相关信息，获得相应电子监管号，反映土地储备专项债券运行情况。新的监管要求加强了土地的动态监管和日常统计，能更好实现对土储专项债资金使用情况、偿债资金实现情况的监管。

有利于地方政府加强土地资源管理

《62 号文》是继国土资源部、财政部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会联合下发《关于加强土地储备与融资管理的通知》（国土资发【2012】162 号）文件后，对土地储备管理工作的进一步强化，并提出了建立土地储备项目库、及时评估土地资产等新要求。同时财政部、国土资源部有关负责人就印发《62 号文》答记者问中明确指出地方各级国土资源部门应当建立土地储备项目库，项目信息应当包括项目名称、地块区位、储备期限、项目投资计划、收益和融资平衡

方案、预期土地出让收入等情况。土地储备项目库信息全面，土地资产使用动态管理方式，上述新要求有利于地方政府梳理其土地资源，实现精细化管理。

综上所述，随着土储专项债正式落地，地方政府债务、平台公司的定位将更加明晰，土地储备工作的开展将更加顺畅。对于土储专项债本身而言，投资者除针对其信用风险的评估除对发行人自身实力的评价外，还要加强对债券本身对应项目、条款设置等方面的评估和考量。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170608/147509443.shtml>

（摘自中国债券信息网，公共事业一部，2017年6月7日）

[返回目录](#)

保守党意外失势加大了英国政治和“脱欧”谈判的不确定性

2017年6月8日，英国议会大选落地，现执政党在大选中意外失去多数党地位，或需要与其他政党联合执政。短期内，本次大选不会对英国信用水平产生较大影响，英国的信用水平更多取决于“脱欧”谈判结果以及“脱欧”对英国经济发展状况、公共财政实力和外部融资实力的影响。

一、保守党为增加脱欧谈判话语权而提前大选

2016年6月，英国前首相卡梅伦以举行“脱欧”公投让民众选择是否留在欧盟，结果选择离开的票数居多；之后卡梅伦引咎辞职，同属保守党的特雷莎·梅接任成为新任首相。2017年3月，新任首相特雷莎·梅启动里斯本条约第50条，开启脱欧谈判。特雷莎·梅本可以以下议院单一执政多数党的地位执政至2020年，但今年4月却宣布将大选提前至2017年6月8日。

英国提前大选主要出于以下几个原因：一是在大选前的民调中保守党都处于优势地位，如果提前选举可以获得更多的支持，为之后“脱欧”谈判增加话语权。

“脱欧”谈判如果顺利则为期两年，持续至2019年，而2017年提前选举会使特雷莎·梅的任期至2022年，可以使英国有更充足的时间进行“脱欧”谈判。二是特雷莎·梅在接任首相后受到其他党派和反对“脱欧”议员的重重制约，需要调整和巩固保守党在议会的地位，同时为了避免由于“脱欧”谈判而引起的支持率下降，为夯实自己的权力而选择提前大选。三是现执政党保守党最大的竞争对

手工党内部矛盾重重，自科尔宾担任英国工党领袖以来，工党一直内讧不断，民意支持率也不尽如人意。

二、英国的政治体制与大选流程

英国实行议会制君主立宪制，女王为最高权力象征。议会是最高的立法及司法机构，包括上议院和下议院，上议院议员由国王任命或世袭产生，下议院议员则是由普选产生，政党之间通过竞选争夺下议院席位，获多数席位的政党来组阁。英国三个最重要的政党分别为保守党、工党及自由民主党，目前执政党为保守党。内阁是英国最高的行政决策机构，拥有实际执行权，由议会产生并对议会负责。

下议院是议会的权力中心，因此政党之间需要通过争夺下议院席位而获得对议会的控制权。下议院设有 650 个席位，来自于 650 个选区，分别为英格兰地区的 533 个选区，苏格兰地区 59 个选区，威尔士地区 40 个选区以及北爱尔兰地区 18 个选区。每个选区选举人数均为 5 万，获得多数选票的政党代表当选本区议员，然后根据绝对多数投票制，在下议院中由获得半数以上（326 以上）席位的政党来组阁，如果没有政党获得绝对多数投票，通常会通过组建联合政府、组建少数派政府或重新选举三种方式来解决。

三、本次选举保守党未获得半数投票，或将与北爱民主统一党联合组阁

从本次大选结果看，执政党保守党获得 318 票，本次选举不仅没有超过半数投票，还比大选前的 331 席位减少了 13 个席位，失去了对下议院的绝对话语权。第一大在野党工党获得 261 票，此次大选扩充了工党的势力范围，为进一步制衡保守党增加了筹码。中左翼苏格兰民族党获得 35 票，但本次大选其选票下降近三分之一。自由民主党获得 12 票，但自民党明确表示不会和保守党合作。北爱民主统一党获得 10 票，其他党派获得 13 票。由于保守党在“脱欧”意见上与工党相左，并且反对苏格兰民族党的独立公投，因此需要与北爱民主统一党合作以达到议会席位的足够多数。从目前情况看，保守党将与北爱民主统一党联合组阁，两党的具体合作形式仍在协商中。

保守党本次选举失利主要是出于几点因素：一是因为近来英国受到多次恐怖袭击，引起民众对特雷莎·梅政府安保能力的质疑。二是因为过去参加选举投票的主体是中老年人，青年人对政治关注度较低，但这次选举，更多的英国年轻人参与到其中，他们认为“脱欧”会威胁到自己的就业机会以及在欧洲自由迁徙的

权力，而工党主张取消大学学费、医疗政策的改变等都得到了年轻人的认同。三是保守党在竞选期间提出的老年人社保改革计划将加重民众负担，并且选举过于专注于攻击政治对手而与基层选民脱节。

四、本次大选加大了英国政治环境和“脱欧”谈判的不确定性

“悬浮议会”（无任何党派赢得下议院 650 个席位中的大多数席位）将导致英国政局进入新阶段不稳定性，保守党话语权有所削弱。

保守党和民主统一党组成联合政府，只能得到 328 个席位的勉强多数，这意味着即使特雷莎·梅继续担任首相，新政府的地位也比较脆弱，在提出议案、政策制定和实施等方面将在一定程度上受到议会，尤其是工党的制约。同时，保守党与民主统一党在人员流动、边境开放等方面的主张相左，两党长期合作也需要某一方做出让步。英国是否面临二次大选的可能将取决于保守党和北爱尔兰民主统一党的合作情况。此外，苏格兰民族党在本次大选中较 2015 年失去了 21 个席位使得苏格兰再次举行独立公投可能性大大降低。

英国与欧盟“脱欧”谈判的不确定性增加。

本次保守党大选失利，让保守党丧失掉了原本在下议院具有的多数席位，这将使保守党在“脱欧”谈判时受到其他政党的更多掣肘。加强保守党权力以便进行“脱欧”谈判本来是特雷莎·梅提前大选的主要原因，但大选结果将导致特雷莎·梅的“硬脱欧”立场无法获得民众和议会更多的支持，再加上欧盟以及德、法国就英国“脱欧”的强硬表态，削弱了英国在“脱欧”谈判上的地位，增加了“脱欧”谈判的不确定性。从目前情况看，英国新政府脱欧立场或软化，这将有利于英国保留进入欧盟单一市场的资格，从而降低“脱欧”对英国经济的影响。

英国信用水平更多取决于“脱欧”谈判结果以及“脱欧”给英国经济发展、公共财政和外部融资带来的影响。

经济方面，英国“脱欧”后，2016 年其经济依然保持稳定增长态势，就业水平持续改善，通胀水平保持低位运行。英格兰银行降息、政府实行财政适度扩张均利于未来英国经济增长，但“脱欧”弊端也逐渐显现，主要体现在加大英国对外贸易的不确定性，增加跨国公司出口的关税和非关税成本，并带来外国投资萎缩、消费者情绪下降以及跨国企业撤资等问题，从而影响企业和投资者的信心并影响英国的经济发展。公共财政方面，近两年英国财政收支状况有所改善，但最

新英国政府预算显示英国政府将采取财政适度扩张的政策以刺激经济，工党在本次大选中席位增加也会给保守党的财政整顿计划的实施带来一定的阻力，预计未来两年英国政府财政赤字水平或有所扩大，政府债务负担或将进一步加重。外部融资方面，英镑为国际储备货币，英国对外融资渠道广泛，虽然英国外债水平较高，但英国外债偿还能力很强。此外，“脱欧”后英镑存在一定贬值风险，在一定程度上加剧英国的国际收支波动。若“脱欧”导致英镑的国际储备货币地位受到影响，可能会弱化英国外债偿付能力。

总体上看，本次大选短期内不会对英国信用水平产生较大影响，英国的信用水平更多取决于“脱欧”谈判结果以及“脱欧”对英国经济发展状况、公共财政实力和外部融资实力的影响。鉴于此，联合资信将密切关注英国筹组新政府的进程、“脱欧”谈判的进展及其对英国自身信用水平带来的变化。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170613/147535760.shtml>

（摘自中国债券信息网，主权部，2017年6月13日）

[返回目录](#)