

债市聚焦

2017.5.31-6.6

2017 年第 22 期 总第 218 期

政策指南

“债券通”管理暂行办法公开征求意见
地方政府土储专项债券将试点，中国版市政收益债面世
财政部遏制违规举债，基建等不得纳入政府购买服务

市场动向

地方 2017 年新增债务预算密集通过，多地分配额度与债务风险挂钩
信用债发债利率破 9%，6 月资金面仍难言乐观
全国首单境外非金融企业绿色熊猫债成功发行
前 5 月地方债发行 1.35 万亿，多省招标利率上浮上限提至 30%
消费金融类 ABS 首现纯技术方任主发起人

风险事件

珠海中富亿元出售子公司，违约中票兑付完成

联合视点

客车行业延续下滑，新能源发力带动细分格局变动
联合资信正式成为 GBP 观察员机构和 ICMA 会员

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

“债券通”管理暂行办法公开征求意见

5月31日，央行就“债券通”管理暂行办法向社会公开征求意见。暂行办法规定，符合要求的境外投资者可使用自有人民币或外汇，通过“北向通”投资银行间债券市场，标的债券为可在银行间债券市场交易流通的所有券种。该暂行办法全称为《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》（公开征求意见稿），由中国人民银行起草，旨在规范开展内地与香港债券市场互联互通合作相关业务，意见反馈截止时间为2017年6月7日。

“债券通”是指境内外投资者通过香港与内地债券市场基础设施机构连接，买卖两个市场交易流通债券的机制安排，包括“北向通”及“南向通”。

而该暂行办法适用于“北向通”。“北向通”是指我国香港及其他国家与地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、托管、结算等方面互联互通的机制安排，投资于内地银行间债券市场。“南向通”有关办法另行制定。

暂行办法指出，“北向通”遵循两地市场现行的交易结算法律法规，相关交易结算活动遵守交易结算发生地的监管规定及业务规则。符合中国人民银行要求的境外投资者可通过“北向通”投资银行间债券市场，标的债券为可在银行间债券市场交易流通的所有券种。“北向通”没有投资额度限制。

境外投资者通过“北向通”买入的债券应当登记在境外托管机构名下，并依法享有债券权益。境内外托管机构等应做好衔接，确保在确认债权债务关系后，及时为债券持有人办理登记托管。

暂行办法指出，境外投资者可使用自有人民币或外汇投资。使用外汇投资的，可通过债券持有人在香港人民币业务清算行及香港地区经批准可进入境内银行间外汇市场进行交易的境外人民币业务参加行（简称“香港结算行”）办理外汇资金兑换。香港结算行由此所产生的头寸可到境内银行间外汇市场平盘。使用外汇投资的，在其投资的债券到期或卖出后，原则上应兑换回外汇。

暂行办法明确，中国人民银行依法对“北向通”进行监督管理，并与香港金融管理局及其他有关国家或地区的相关监督管理机构建立监管合作安排，共同维护投资者跨境投资的合法权益，加强反洗钱监管。

与此同时，中国人民银行会同国家外汇管理部门依法对“北向通”下人民币购售业务、资金汇出入、外汇风险对冲、信息统计报送等实施监督管理，并与香港金融管理局及其他有关国家或地区的相关监督管理机构加强跨境监管合作，防范利用“北向通”进行违法违规套利套汇等活动。中国人民银行及相关监管部门有权及时调取“北向通”境外投资者数据。

对违反法律法规、该暂行办法以及银行间债券市场、银行间外汇市场等有关规定的，中国人民银行会同国家外汇管理部门依法采取监督管理措施；依法应予以行政处罚的，依照《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国行政处罚法》、《中华人民共和国外汇管理条例》等法律法规进行处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关，追究刑事责任。

（摘自上海证券报，2017年6月1日）

[返回目录](#)

地方政府土储专项债券将试点，中国版市政收益债面世

6月1日，财政部和国土部联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（简称《办法》），指出2017年将试点发行土地储备专项债券，且2017年土地储备专项债券额度已随专项债务限额下达。土地储备专项债券，借鉴国外市政债券中收益类债券经验，即市政收益债。它是地方政府为了土地储备融资，以项目对应，以国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还，纳入政府性基金预算管理的地方政府专项债券。这仅是地方政府专项债券的一个品种。财政部表示，2017年从土地储备领域开展试点，今后逐步扩大范围。

《办法》规定，土地储备专项债券的发行主体为省级政府，发行债券的项目本身要有稳定的预期偿债资金来源，债券冠以“年、省、自治区、直辖市（本级或市、县）土地储备专项债券（期）——年、省、自治区、直辖市政府专项债券（期）”，期限原则不超过5年等。

土地为地方政府优良资产，过去经常被注入到地方融资平台公司变相举债。两部委表示，土地储备专项债券使得土地资产及预期土地收入显性化，能堵住融资平台公司等冒用土地储备名义以储备土地进行抵押担保融资的“歪门”，防范违法违规举债或变相举债、挪用土地储备资金等行为的发生。

土地储备融资行为的明确，以及发债履行披露义务带来信息透明度的提高，也有利于土地收储和土地供应。

“量身打造”专门品种

土地储备，一直都是地方专项债券资金很重要的投入领域。如北京 2017 年 228 亿元专项债务限额中，拟投向土地储备的金额为 90 亿元，占比达 39% 左右。地方专项债券纳入政府性基金预算管理，由政府性基金收入偿还，而土地收入是政府性基金收入的绝对大头。2016 年全国国有土地使用权出让收入为 3.7 万亿元，占全部基金收入比重为 88%。

两部委表示，土地储备专项债券根据土地储备业务实际需要，在发行额度和期限、发行对象、项目管理、收益回报等方面“量身打造”，全面适应土地储备业务特点。

土地储备专项债券实行限额管理，由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，省级政府在分地区专项债务限额内安排，期限原则不超过 5 年。

《办法》对土地储备专项债券的命名有统一规定。两部委指出，通过统一命名格式，将债券偿还和资金管理责任一一对应到具体使用债券资金的市县政府，落实市县政府责任。

规范融资防范债务风险

土地一直都是地方政府的优良资产，过往举债融资中被应用得很充分。审计署 2013 年报告显示，截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额约 3.5 万亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额的 37% 左右。专家表示，过去很多以土地储备融资名义，转成地方政府债务。《办法》明确发债主体是省级政府，由省级政府转贷给市县政府，

并对土地储备举债进行规模控制，跟具体项目挂钩，加强预算管理等规定，都能更好规范土地储备融资方式，防范债务风险。

两部委表示，将用于偿还专项债务的土地储备资产及其预期土地出让收入显性化，债券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业务，从机制上堵住融资平台公司等企业冒用土地储备名义，以储备土地进行抵押担保融资的“后门”“歪门”，防范违法违规举债或变相举债、挪用土地储备资金等行为发生。专家表示，土地储备专项债的推出，丰富了地方债的品种，使投资者有更多选择，参与机会增多。土地储备融资纳入地方政府专项债券，明确偿债来源，使这项融资更加规范，甚至可能会降低这项融资成本。

《办法》还指出，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，并做好与地方政府债务管理系统的衔接。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 2 日）

[返回目录](#)

财政部遏制违规举债，基建等不得纳入政府购买服务

6 月 2 日晚，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（以下简称《通知》），严禁假借政府购买服务名义变相举债融资行为。

政府购买服务开出负面清单

政府购买服务是通过发挥市场机制作用，把政府直接向社会公众提供的一部分公共服务事项，按照一定的方式和程序，交由具备条件的社会力量承担，并由政府根据服务数量和质量向其支付费用。

根据 2015 年 1 月 1 日起施行的《政府购买服务管理办法（暂行）》，纳入政府购买服务指导性目录主要有：公共教育、劳动就业、人才服务等基本公共服务。此外，政府新增或临时性、阶段性的服务事项，适合社会力量承担的，应当按照政府购买服务的方式进行。

财政部相关负责人表示，政府购买服务内容重点应当是有预算安排的基本公

共服务项目，严禁将建设工程作为政府购买服务项目。

譬如，不得将原材料、燃料、设备、产品等货物，以及建筑物和构筑物的新建、改建、扩建及其相关的装修、拆除、修缮等建设工程作为政府购买服务项目。严禁将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设，储备土地前期开发，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目。

记者注意到，此前，某县为解决 47 座水库除险加固所需资金，在 2015 年财政预算总收入只有 13.7 亿元的情况下，于 2016 年先期投入实物 1.67 亿元成立项目公司，然后与项目公司签订 7.17 亿元的政府购买服务合同，再出具保证函，由金融机构向项目公司提供贷款 5.5 亿元，用于水库除险加固所需资金。该县的做法实质上是借政府购买服务之名，通过举债来完成建设内容。

坚持“先预算后购买”原则

此外，《通知》还严格规范了政府购买服务预算管理，要求政府购买服务资金应当在既有预算中统筹考虑，期限应严格限定在年度预算和中期财政规划期限内。党中央、国务院统一部署的棚户区改造、易地扶贫搬迁工作严格按照相关规定执行。《通知》规定，政府购买服务内容应当严格限制在属于政府职责范围、适合采取市场化方式提供、社会力量能够承担的服务事项，重点是有预算安排的基本公共服务项目。政府购买服务要坚持先有预算、后购买服务，所需资金应当在既有年度预算中统筹考虑，不得把政府购买服务作为增加预算单位财政支出的依据。

金永祥向记者表示，现在有预算安排这项硬约束，这对政府购买服务的范围将会有影响。他进一步分析称，相比 PPP 模式，政府购买服务不需要通过物有所值评价、财政承受能力评价测试，地方政府将可以做 PPP 的项目划归为政府购买服务。以前不管是否有预算地方都搞政府购买服务，现在规定预算在先，地方政府违规从事购买服务的动机就会大大削弱。

（摘自每日经济新闻，2017 年 6 月 5 日）

[返回目录](#)

市场动向

地方 2017 年新增债务预算密集通过，多地分配额度与债务风险挂钩

5 月下旬，包括北京、浙江、河南、湖南、福建、陕西、宁夏等，多省密集通过 2017 年预算调整方案，核心内容为确定 2017 年地方新增债务使用方案。这些省份经国务院批准的 2017 年新增债务限额随之公开，如浙江 2017 年新增债务限额为 803 亿元，北京为 525 亿元等。从各省方案来看，新增债务资金多投向交通、保障房、水利、环保、扶贫等公益性资本支出。资金在省本级和转贷市县比例上差异较大，如上海将全部额度转贷给区级政府，其他省本级占比在 20%-45% 不等，部分省份对于被列入风险预警的市县不予分配新增政府债券。

新增债券发行进度有望加快

5 月 27 日，浙江省第十二届人民代表大会常务委员会第二十九次会议审查了《浙江省 2016 年地方政府债务限额及新增债务预算调整方案》，决定按国务院核定数批准浙江省 2016 年地方政府债务限额 9685.3 亿元及新增债务 803 亿元，决定批准 2017 年省级新增地方政府债务预算调整方案。

5 月下旬，山西、陕西、北京、宁夏、河南等多省召开的人大常委会，均包含审议预算调整方案。不少省份即将加入这个行列，如 5 月 31 日，江苏省十二届人大常委会第三十次会议召开，议程之一为审议《江苏省 2017 年地方政府债务限额及省级预算调整方案（草案）》。

专家表示，省政府多在 1 月份左右召开地方两会，但当年地方政府债务限额需经全国人大审批通过，即每年 3 月份的全国两会上通过。国务院再批准下达各省分配限额，各省拿到限额后，编制新增债务限额的预算调整方案，需经省级人大常委会审批通过，债务限额需经省本级人大常委会审批通过。

专家表示，就新增债务限额调整预算方案获批时间有早有晚，这跟财政部下达限额的时间有关，也要看各省预算调整方案编制情况。从程序上来说，省级政府发行地方政府债券，需要在本级人大常委会审批债务额度之后。

2017 年新增地方政府债务限额为 1.63 万亿元，其中主要为 2017 年新增政府债券，还有少量为外贷转贷资金。从今年新增地方政府债券发行情况来看，进度

较慢。截至 5 月 31 日，仅六省发行了约 1380 亿元新增债券，占全年发行计划比重不到 10%。随着更多省份新增债务限额预算调整方案的通过，地方新增债券发行进度有望加快。

记者不完全统计显示，已有 11 个省市通过了预算调整方案，涉及到新增债务限额总计约 6063 亿元，包括浙江 2017 年新增债务限额 803 亿元，河北 776 亿元，河南 766 亿元，宁夏 135 亿元等。

省市县政府分配比例不一

各省在新增债务资金使用上，各具特色。如北京 525 亿元新增债务限额中，141.14 亿元用于北京城市副中心、2019 北京世园会等重大工程建设；132.37 亿元用于疏解非首都功能；90 亿元用于土地储备；83.79 亿元用于环境整治；77.70 亿元用于交通基础设施建设。

专家表示，在新增债券额度分配上，主要把握三个原则。一是，突出重点，主要用于副中心建设、疏解非首都功能、大气治理、水治理、环境综合整治、基础设施建设等重大项目和工程；二是，促进发展，以科技创新提升北京经济社会发展的质量和效益；三是，严控风险，结合各地区债务风险水平，合理安排债务类型，优化债务结构。

上海 2017 年安排使用 583 亿元新增债券额度，延续 2016 年传统，全部转贷区政府。2017 年这部分资金主要用于支持旧区改造等保障性安居工程建设、普通公路建设等重大公益性项目支出，优先保障在建公益性项目后续融资。

湖南省 2017 年获得 646 亿元新增限额，省本级政府分得 208 亿元，占比 32%；剩下 437.1 亿元转贷市县。湖南省本级新增债务资金中，交通、农田水利、环保、扶贫、保障性住房占据大头，占比分别为 34.6%、17.5%、13.9%、13.4%、12%。

各省新增债务资金，在省本级和转贷市县比例上差异较大。目前公开数据来看，重庆市本级占比达到 45%，暂列第一。具体而言，重庆 2017 年新增政府债务额度 548 亿元，其中，市本级使用 248 亿元，拟主要用于支持铁路、轨道建设、土地收储、机场建设、大中型水库等市级重点项目建设；区县级使用 300

亿元，拟由区县统筹安排用于铁路、轨道交通建设征地拆迁、土地收储、公路、水利等重点项目和外贷项目提款。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 1 日）

[返回目录](#)

信用债发债利率破 9%，6 月资金面仍难言乐观

今年以来债券发行成本节节攀升，近日更是有 3 年期信用债发行利率突破了 9%。机构认为，在金融去杠杆背景下，企业无论是发债还是贷款，都将面临更高的融资成本，去杠杆也正在从金融部门传导至实体企业。

3 年期信用债发行利率破 9%

近日，“17 金一 03” 3 年期公司债发行利率高达 9.3%，成为继 1 月“汇通 9 次”、2 月“16 太保 1B”之后，今年第三只发行利率超过 9% 的信用债。其也是自去年 7 月以来，发行的 3 年期信用债品种中，利率最高的一只。业内人士分析称，债券市场利率上行是事实，但是这么高的发行利率还是与发行人自身资质有关。这只债券的发行人是北京金一文化发展股份有限公司，其主体评级仅为 AA，金一文化此前发行的“17 金一 01”票面利率就已经高达 8.5%，甚至在 2015 年债券牛市时发行利率也高达 8.8%。从企业自身盈利能力来看，金一文化经营现金流已经连续三季度为负，流动资产周转率也创下上市以来新低。

数据显示，五月债券市场发行利率整体呈现上行态势，公司债、企业债、中票、短融平均发行利率分别为 5.26%、6.58%、5.71%，4.90%。整体来看，短融中票的总发行占比也有所上升。

融资成本攀升，资金面难言乐观

随着发行成本不断上升，今年以来，大量信用债也因成本过高和需求不足而最终取消发行。据记者统计，今年弃发的债券总规模已经超过 3000 亿元，净融资量更是持续为负。另外，此前 4 月新增贷款环比增加超出预期，机构普遍认为其中原因之一就是企业发债成本上升，使得部分直接融资需求向间接融资发生迁移。很多过去能以基准利率贷款的企业，今年贷款的利率都已经上浮 20% 到 30%。在银行资金成本提高的背景下，未来加权贷款利率也面临上行。金融机构贷款加

权利率数据中，一季度已经比去年四季度提高了一些，未来银行业二季度和三季度加权利率预计会进一步上升。

在企业发债利率上升的同时，金融部门负债成本也在上升，此前，一年期 Shibor（上海银行间同业拆借利率）已超过了 LPR（贷款基础利率），一度备受市场热议。LPR 作为商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，2015 年末以来一直维持在 4.3% 的水平。有机构近期指出，中长期来看，LPR 可能随着银行资金成本的上行而走升。

在企业发债利率上升的同时，金融部门负债成本也在上升，此前，一年期 Shibor 超出了 LPR，一度备受市场热议。LPR 作为商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，2015 年末以来一直维持在 4.3% 的水平，未来也会随着银行资金成本的上行而走升。

回顾本周利率市场，不难发现节后资金面并不平静，周三（5 月 31 日）交易所回购利率盘中达到了 19.5%，Shibor 利率也全线回升。展望 6 月的资金面，机构普遍认为，在银行面临 MPA（宏观审慎评估体系）考核以及自查的情况下，流动性因素和监管因素仍将使债市腹背受敌。

据悉，央行拟在 6 月上旬开展 MLF 操作，并择机启动 28 天逆回购操作，搭配好跨季资金供给，保持流动性基本稳定，稳定市场预期。

金融去杠杆向实体传导

金融监管和去杠杆对实体经济影响几何，以及金融去杠杆向实体传导的利弊判断，是学界和业界当下正密切关注的话题。尽管很多观点存在分歧，但一个普遍的共识是，去杠杆正从金融部门向企业部门传导。

专家认为，任何一个经济活动没有杠杆是不可能的，中国经济的整体杠杆率在全球是中等的、可控的，但是杠杆率的结构是不合理的，中国的居民杠杆率最低，政府的杠杆率尚可，而企业的杠杆率在全球最高。如果企业不能从沉重的债务中解脱出来，对于提高经济效率没有好处。

关于金融去杠杆和实体去杠杆的关系，有学者表示，若没有金融去杠杆的政策配合，实体经济去杠杆也是缘木求鱼。在此前相对宽松的货币环境和“金融大爆炸”的背景下，要降低银行体系内的信用创造实在难上加难，这也是目前控表外、查理财、降杠杆的内在逻辑。但是实体经济去杠杆是需要时间的，最好用企

业部门负债或者替代的贷款类指标来看。目前企业的融资成本正在上升并将继续上升，但上行速度会比债市当前的调整速度慢很多。

而对那些融资难度本身已经很高的企业亦可以从两方面衡量，一是短期有息债务占比高，二是更多依靠债券市场融资而银行融资在下降。目前来看，中下游行业现金流有所下降。如果对比长期借款和应付债券，会发现钢铁、汽车、纺织服装、商业贸易、公用事业、交通运输行业企业出现了长期借款下降和应付债券上升的情况。因此，交通运输和公用事业可能受融资成本上升影响更大。

（摘自第一财经日报，2017年6月4日）

[返回目录](#)

全国首单境外非金融企业绿色熊猫债成功发行

2017年5月19日，中国电力新能源发展有限公司2017年度第一期绿色非公开定向债务融资工具在银行间市场成功发行。该债券是国内首单境外非金融企业绿色熊猫债。

债券得到投资人高度认可

该债券注册金额25亿元人民币，首期发行规模8亿元人民币，期限为3年，由招商银行及中信银行联席主承销。

发行人中国电力新能源发展有限公司是注册地在香港、经营实体在境内的新能源电力公司，是世界500强国家电力投资集团的重要板块，主要从事在境内开发、建设、运营新能源电站，包括但不限于核电、风电、水电、风电、光伏、垃圾焚烧等。其目前已经在境内建成电站约40个，我国三大核电之一的国家核电技术有限公司也属于该公司。

该债券符合协会《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》，评级机构给予该债券G-1最高等级，确认该笔债券募集资金投向符合中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券支持项目目录（2015年版）》。该债券得到了投资人的高度认可，发行利率达到同期限同评级的最低值，国家大力推展绿色经济的战略引导效应初现。

募集资金专属，助力节能减排

该债券募集资金用途将用于中电新能源下属节能与清洁类项目的建设

营，与传统燃煤供电供热项目相比，该债券募投项目每年预计节约标准煤约 50.4 万吨，减排二氧化碳约 86.1 万吨，减排二氧化硫约 2560.3 吨，减排氮氧化物约 1357.6 吨，减排烟尘约 378.0 吨，对提升节能减排效果，提高能源综合利用率，改善能源供应结构，缓解电热供需矛盾，促进太阳能开发与农林业协调发展，带动经济可持续发展起到积极的促进作用。

采用 PPN 模式，注册流程更便捷

本期债券采用 PPN 的模式，注册流程便捷，降低了企业参与绿色项目的门槛，同时提升了企业参与绿色项目的意愿。非公开定向发行对于探索更加灵活的创新型绿色债券融资模式，吸引绿色债券投资人，提高二级市场活跃度起到了积极的引导作用。

首单非金融企业绿色熊猫债，意义重大

本期债券作为首单非金融企业绿色熊猫债，将进一步提升中国债券世界的国际影响力，并加快债券市场的国际化步伐，成为债券市场对外开放的重要窗口。绿色债券作为绿色金融体系的重要组成部分，是绿色企业及绿色项目的重要融资渠道，将有效引导社会资本参与绿色经济发展，助力国家经济的绿色转型。

（摘自中国金融信息网，2017 年 6 月 6 日）

[返回目录](#)

前 5 月地方债发行 1.35 万亿，多省招标利率上浮上限提至 30%

截至 5 月 31 日，全国地方政府债券今年发行规模约 1.35 万亿，相较于全年预计 5 万亿左右发行计划而言，发行进度较慢。其中，新增债券为 1380 亿元，占比约 10%；剩下置换债券规模为 1.2 万亿元，占比达 90%。随着整体资金成本的上涨，地方债发行成本也在上升。

发行成本上升

今年前 5 个月，地方政府债券发行规模为 1.35 万亿元。占绝大多数的置换债券中，通过定向置换的额度达到 6240 亿元，占比约 52%，相较前几年定向置换比重进一步提高。2017 年新增地方政府债务为 1.63 万亿，前 5 个月仅发行 1380 亿元新增债券。专家表示，与 2016 年同期相比，今年地方政府债券发行规模和进度是明显偏低的。主要原因有两个，一是今年虽然新增地方政府债额度从 2016

年的 1.18 万亿增加至 1.63 万亿，但置换债券额度从 5 万亿降至 3 万亿左右，总发行额度的减少，使得今年前几个月发行规模和进度慢于去年同期。二是金融去杠杆之下，资金面收紧，各类型债券的发行难度和成本都在上升，也影响了地方政府债券的发行进度。

今年以来，市场资金成本在稳步上升。如 3 年期国债收益率从 2 月底的 2.9% 左右，稳步攀升至 5 月底的 3.6% 左右。

地方债发行利率，与同期国债收益率的差距也在不断拉大。3 月份公开发行的地方政府债券，相较同期国债收益率，中标利率上浮比例多数不超过 10%。进入 4 月份，公开发行地方债的中标利率上浮超过 10%。进入 5 月份，有更多公开招标的地方债，其中标利率相较同期国债收益率上浮超 15%，部分突破 20%。

随着时间的推移，市场资金成本不断上升，这使得定向置换变成一笔划算的买卖——定向置换相较同期公开发行利率要高，但市场整体利率的稳步上升，使得定向置换债券利率相较晚几天公开发行债券的利率要低。

在发行成本整体上扬进程中，部分省份仍能紧贴同期国债收益率，地区发行成本差异似有凸显。如 4 月 14 日，浙江公开发行的一批地方债中，有两只与同期国债收益率平均值持平，以招标利率下限成交。5 月 9 日，北京公开发行的两只地方债中，也是紧贴招标利率下限，仅上浮 1BP。

提高招标利率上限

利差扩大背景下，有更多的省份将招标利率上限放开到 30%。据统计，目前有广西、福建、内蒙古、黑龙江在其招标发行规则文件中明确规定，招标下限为同期国债收益率平均值，而上限为平均值上浮 30%。部分已经公开招标发行规则的省份，如广东、浙江、上海、江苏、陕西、山西、海南等，其招标上限仍为平均值上浮 15%。

今年地方债发行的一大亮点，在于有更多省份选择去交易所发行债券。5 月初，上交所组织券商动员大会，鼓励券商承销地方债并到交易所发行地方债。5 月 9 日、5 月 19 日、5 月 22 日，河北、山东、内蒙古在上交所发行了总计 961 亿元债券。三省公开招投标区间上限不断打开。河北给出招标利率区间上限为上浮 15%，山东提高到 25%，内蒙古则提高到 30%。从发行结果来看，三省中标利

率利差不断扩大，相较同期国债收益率大致上浮 5%、15%、20%，距离招标上限仍有一定空间。

这被认为是地方债发行更趋市场化的一个标志。上述参与地方债承销的券商机构相关负责人表示，河北、山东、内蒙古三省，越往后市场化程度越高，内蒙古招标利率上限达到 30%，这对投资人吸引力大得多。

此外，三省在上交所发行地方债，也获得更多投资群体。5 月 22 日，内蒙古发行总计 211.5 亿元地方债，4 家券商承销机构中标 42.2 亿元，占比为 20%，这一比例比山东要高。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 6 月 6 日）

[返回目录](#)

消费金融类 ABS 首现纯技术方任主发起人

智能信贷技术公司读秒 6 月 5 日宣布，由其主导的“读秒-去哪儿网‘拿去花’第一期消费分期资产支持专项计划”在上海证券交易所成功发行。这也是第三方技术服务商首次任 ABS 发起人。

该计划首期发行规模为 2.45 亿元，期限为 1+1 年，分为优先 A 级（73.47%，AAA 评级）、优先 B 级（16.33%，A 评级）、次级（10.20%）资产支持证券，底层资产为通过在去哪网上赊销而形成的商户对用户的应收账款，中信证券任该专项计划的管理人和主承销商。

据了解，在本次发行的“拿去花 ABS”中，去哪儿网提供消费场景、用户流量并提供数据支持；读秒为去哪儿网提供大数据风控与智能信贷技术解决方案。

（摘自证券时报，2017 年 6 月 6 日）

[返回目录](#)

风险事件

珠海中富亿元出售子公司，违约中票兑付完成

珠海中富实业股份有限公司（下称“珠海中富”）6 月 1 日晚间公告称，违约中票“12 珠中富 MTN1”于 6 月 1 日兑付剩余本金 2.1 亿元。同日午间公告

称，拟将全资子公司河南中富容器有限公司（下称“河南中富”）100%股权出让给佛山市顺德区碧桂园物业发展有限公司（下称“佛山碧桂园”），对价为1亿元，双方已签署股权收购框架协议。

珠海中富是国内 PET 饮料包装行业龙头企业之一，于今年3月28日发生5.9亿元“12珠中富 MTN1”中票违约事件。珠海中富之前于4月18日和5月2日分别兑付全部利息3894万元、部分本金3.8亿元。该违约中票的兑付情况受到深交所关注，珠海中富在5月22日回复深交所询问时称，将从金融机构的授信额度中贷出约1.9亿元以及公司自有资金用于兑付剩余2.1亿元。随后5月25日，珠海中富中期票据偿债专户存入5600万元。

珠海中富董秘办相关负责人透露，出售河南中富收取了诚意金，部分款项的确用来偿还违约中票。出让河南中富的股权公告称，协议签订当日，佛山碧桂园向珠海中富支付诚意金6000万元。1亿元股权出让价仅包含项目土地及其地上建筑物价值，河南中富其他资产及债权债务等由珠海中富负责清理。不过，若珠海中富和佛山碧桂园未能在今年7月31日前签订正式股权转让合同，则双方有权解除本协议，珠海中富需返还全部诚意金。

工商资料显示，河南中富成立于2001年12月，现位于郑州市高新区，注册资本5600万元。郑州市国土资源局土地登记结果显示，河南中富的土地使用权面积为6760平方米，属于工业用地。上述负责人称，河南中富并不属于公司的优质资产，佛山碧桂园看中的是河南中富所在地块。

河南中富已不是第一次拟被珠海中富卖出。早在2015年12月，珠海中富就拟将河南中富100%股权作价1.3亿元转让给深圳兴中投资合伙企业(有限合伙)。上一次出让比本次出售给佛山碧桂园的价格高出3000万元。公告资料显示，截至2015年10月31日，珠海中富的总资产为5189.37万元，净资产4737.21万元。然而，由于珠海中富方面迟迟未能收到出让河南中富的剩余4200万元股权转让款，以及珠海中富未能按照协议约定完成解除河南中富名下土地、房产、设备、存货、应收账款等在银团中的抵押、质押，2016年8月1日，珠海中富与兴中投资解除了股权转让协议，并将事先收到的8800万元股权转让款退回兴中投资。“虽然当时河南中富的出售价格包含了设备等资产的价格，但交易失败也有对方觉得整体要价过高的因素。”上述相关负责人告诉财新记者。

近两年，珠海中富经营状况持续下滑，2015年和2016年归属于上市公司股东的净利润分别亏损6636.21万和5.73亿元，今年一季度继续亏损1087.34万元。同时，该公司的毛利率也在下滑，由2015年的18.73%下降到2016年的15.73%。

珠海中富方面称，公司目前在稳固可乐、百事、怡宝等主要客户的基础上，加紧开拓新客户，如雀巢、广药白云山、景田、白象、宝洁等。该相关负责人表示，对于公司来说，毛利率在15%至18%之间可以维持公司正常经营，开拓新客户意味着业务量增加，可以平摊成本。

（摘自财新网，2017年6月1日）

[返回目录](#)

联合视点

客车行业延续下滑，新能源发力带动细分格局变动

一、2016年以来客车行业走势

2016年中国客车行业整体延续下滑态势，但受益于新能源汽车推广政策，城市客车销售向好，拉动大、中型客车销量增幅持续上升，行业格局有所变动。2017年以来，面临新能源补贴退坡启动、“骗补”核查、市场需求提前透支、车企营运资金压力加大等影响因素，又逢传统春节淡季，客车市场存在观望态势，各车型销量均有明显回落。

根据中国汽车工业协会统计数据，2016年，全国客车累计销售54.34万辆，其中以轻型客车销售为主（占比在60%左右），大型、中型客车次之（占比在15%左右），非完整车辆销量最小（占比在10%）；全年销量同比下降8.73%（2015年同比下降1.90%），降幅同比加深。从车型分类看，行业格局有所变动，大、中型客车销量持续增长，销量比重不断提升，销量规模最大的轻型客车销量持续回落，销量比重同比下降5.09个百分点，也是导致整个行业连续负增长的主因。

2017年1~4月，全国客车累计销售13.07万辆，同比下降20.73%，其中大、中型客车降幅较深，轻型客车降幅相对缓和；按月看，1月回落最为明显（同比

下降 36.68%)，2 月销量最低但降幅趋缓（同比下降 2.73%），3~4 月销量有所恢复但仍未达到上年同期水平（历史看，淡季多发生于 1-2 月、7 月和 10 月）。

新能源客车方面：2015~2016 年的纯电动客车产量分别为 8.82 万辆和 11.57 万辆，插电式混合动力客车产量分别为 2.40 万辆和 1.96 万辆；纯电动客车 2016 年延续快速增长，购买需求集中释放于 11~12 月（贡献全年约 50% 销量）；2017 年以来，市场进入观望，前 4 个月纯电动及插电式混合动力客车合计产量仅 3400 多辆，相比上年同期的 18954 辆大幅削减。从政策环境看，一方面政策趋严，《关于 2016~2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》提出 2017~2020 年补助标准适当退坡；四部委联合发布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》，工信部于 2016 年 12 月公布对核查问题企业的行政、罚款处罚并责令整改；另一方面释放利好，《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》明确要求城市公共交通、出租车和城市配送领域新能源汽车快速发展，提出在地市级及以上城市全面推进公交都市建设，新能源公交车比例不低于 35%。

二、近年客车市场特征

全球经济复苏缓慢，区域性政治、经济不确定性因素增多，海外尤其是新兴经济体购买力不足，加之汇率波动，中国近年客车出口量持续下降。新能源汽车国内销量虽快速增长，但电池配套能力不足制约了整车厂商的谈判话语权和生产节奏，厂商盈利普遍对补贴依赖大；由于“先生产、后获补”的模式需要整车厂商垫付大量资金，而补贴审查趋严、发放滞后，厂商营运资金压力凸显。为应对上述问题，国内企业试图通过优化产业链布局、促进新能源产品输出以带动“一带一路”周边地区的市场增长，巩固出口市场份额，同时引入金融产品、探索动力系统优化及控制，以应对资金压力和技术问题。

- 1.国内城市交通需求向好，出口量仍逐年下行
- 2.企业营运资金压力加大、有息债务攀升，引入金融产品促资金提前回流
- 3.企业盈利严重依赖新能源补贴
- 4.新能源电池技术的发展仍为竞争焦点

三、客车企业分析

下表列举了具有代表性的 6 家主业为客车整车制造的上市公司及其简要财务数据。从收入和资产规模可见，宇通客车和金龙汽车属于国内客车行业前两大

企业（但权益仍拉开一定距离），中通客车次之，安凯客车、亚星客车和曙光股份（黄海客车）规模较小。盈利方面，业内龙头的宇通客车维持了较强的盈利水平，中通客车受益于新能源业务拓展，利润排名第二，安凯客车、亚星客车和曙光股份利润水平偏低；受违规申报新能源车被处罚的影响，金龙汽车 2016 年出现明显亏损。如前所述，发展新能源业务带来收入、利润攀升的同时，营运资金压力加大，经营活动现金流多呈现净流出，其中 3 家企业资产负债率高于 80%。

四、结论

客车市场整体规模不大，近年来销量持续下滑；2016 年受新能源补贴政策的激励，纯电动及混合动力的城市客车增势良好，大、中型客车销量占比上升，细分格局有所变动。目前，企业营运资金压力大、债务水平持续上升、利润严重依赖新能源补贴、补贴监管力度趋严等问题逐渐凸显，2017 年起财政补贴政策退坡也引起市场观望和降本压力，客车企业为拓展市场而引入的消费金融模式带来的或有风险值得关注。从短期看，新能源产业逐渐步入正轨、整车厂与供应体系逐步磨合、动力电池产能批量落地、政策支持仍能支撑利润空间。

查看全文请点击 <http://www.lhratings.com/file/9d0e4cb1-4c02-4334-8537-ce2c568abc24.pdf>

（摘自联合资信网站，工商一部供稿，2017 年 5 月 31 日）

[返回目录](#)

联合资信正式成为 GBP 观察员机构和 ICMA 会员

2017 年 5 月 9 日，联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）正式成为国际资本市场协会（International Capital Market Association, ICMA）“绿色债券原则”（GBP）观察员机构；随后，联合资信于 5 月 31 日正式成为 ICMA 会员。

ICMA 是由国际资本市场参与者组成的全球性自律组织和行业协会。作为国际固定收益市场最权威的国际同业组织，ICMA 不论在专业性、市场认可度、规则适用性，还是会员广度、机构凝聚性等都有非常高的标准。其业务范围涉及制定和实施国际金融市场固定收益产品和相关金融工具发行、交易、结算等环节的自律准则和行业规范。之前，联合资信已经成为 ICMA 绿色债券原则（GBP）的观察员机构。

作为全球金融界“精英协会”ICMA的会员，联合资信是中国最专业、最具规模的信用评级机构，始终秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，致力于为投资者、监管机构、发行人和市场参与各方提供独立、客观、公正、科学的信用评级服务。联合资信因其专业性和公信力多次获得业界嘉奖，香港《财资》杂志连续两年授予联合资信“中国最佳信用评级机构”的奖项（2015及2016年度）；联合资信在发改委2015年度企业债券信用评级机构信用评价中荣获第二名；在历年中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会对信用评级机构评价中取得良好成绩；占据中国资产证券化论坛年会（2016年、2017年）所有奖项的半壁江山。

在绿色金融领域，联合资信一直致力于为市场参与者提供专业的信用评级服务。作为中国人民银行旗下的绿色金融专业委员会（简称“绿金委”）的理事单位，联合资信不断深入相关领域的研究，为助力我国绿色评级行业发展提供政策建议和行业发展建议，并积极协助绿金委编纂《中国绿色评级报告》一书，助力绿金委的各项宣传和普及工作，合力推动中国绿色债券市场的发展。

联合资信于2016年12月15日发布《联合资信绿色债券信用评级方法》，成为国内少数发布绿色债券评级方法的评级机构之一，大力推动了绿色债券市场的发展。在信用评级过程中，联合资信将环境风险纳入各行业（不限于绿色债券发行人所在行业）评级考量因素，更准确地评估环境风险对于行业风险的影响；针对经第三方认证或已被监管机构认可的绿色债券，联合资信将加强其绿色属性的信息披露，同时评估由绿色属性带来的对于绿色债券信用风险的影响，以进一步提升信息透明度和评级准确性，为投资者提供更多的信息参考。

最近一年，联合资信合计为5家发行人所发行的8期绿色债券提供信用评级服务，市场占有率达到20%以上，名列前茅。其中，近半数发行人所发债券的发行利率低于可比债券的平均发行利率，联合资信所评绿色债券显现出一定的发行成本优势，反映市场对于联合资信所出具的信用评级的认可度较高。另外，联合资信所评“16新开发绿色金融债01”开创了我国绿色熊猫债的先河，为绿色熊猫债的发行起到了很好的示范作用。

联合信证的绿色债券研究成果呈现出系统化、专业化、时效性强的特点，其观点与结论得到众多媒体的转载，影响广泛。具体来看，一是注重绿色债券的理

论研究和国际经验学习相结合；二是及时为绿色债券发行人和投资者提供绿色债券政策解读；三是定期总结绿色债券市场发展情况。在发表研究成果之外，联合资信还积极参加和举办绿色债券论坛和会议，不断充实投资人服务渠道，向更多的投资者提高更多高品质的信用信息服务。这将有助于中外发行人和投资人更好地了解中国绿色债券市场，并推动其参与其中。

未来，联合资信将绿色评级纳入公司发展战略，对绿色评级的战略规划主要体现在两个方面：一是完善绿色评级方法，推动绿色债券发展。联合资信将不断完善已有的绿色评级方法，通过将环境因素纳入评级体系，促进环境外部性内部化，降低绿色债券发行人的发债成本，促进社会资源配置转向绿色企业。二是加强绿色评级相关研究，发布更多的绿色评级相关研究成果，为发行人和投资者提供更加及时和多元化的服务，推进绿色投资理念的传播，培育社会责任投资者，推动绿色债券的发展，践行可持续绿色发展理念。

（摘自联合资信微信公众号，2017年6月1日）

[返回目录](#)