

债市聚焦

2016.11.9-11.15

2016 年第 44 期 总第 190 期

政策指南

发改委收紧房企发债开启去产能 或现并购潮
上交所研究创新创业企业发债风险缓释办法
财政部上交所政府债券发行系统成功启用
16 万亿地方债设四级风险预警 必要时启动地方政府财政重整

市场动向

浦发银行成功发行国内首单绿色非公开定向债务融资工具
交通银行完成首期不良 ABS 发行 总额 15.8 亿元
中国 ABS 发行历史分析：总共 854 支 累计 16837 亿元
市场坚信城投债隐性担保 资金违规流向地方政府难断流？
三一重工应收账款 ABS 落地发行 工程机械行业资产证券化破冰
“选择性违约”担忧加剧，中国的银行间私募债发行遇冷

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

政策指南

发改委收紧房企发债开启去产能 或现并购潮

11月11日，有消息称，发改委发布《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》（以下简称“意见”），对房企发行企业债融资进行了严格规定，限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业地产项目，并对用于保障性住房和安置性住房的企业债发行做出详细规定。

该意见与上周交易所发布的《关于实施房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》一脉相称，政策目的都是为了落实党中央和国务院的房地产调控政策，积极引导社会资金投向实体经济。

有分析师认为，“限购限贷”和“融资收紧”政策极大地增加了开发商的资金偿还压力，在本轮牛市中扩张过快、在优质城市新增土地储备较多但开发资金相对比较紧张的中小开发商正在逐渐成为大型房企并购或合作开发的对象。随着三四线城市的中小房企逐渐退出市场和一二线城市实力较弱的房企逐渐被并购，中国房地产市场“产能过剩”的局面有望得到较大改观。

从政策发布的内容来看，发改委和交易所都明确收紧了商业性房地产的开发融资。此次发改委通过对开发项目类型进行严格区分，对除了保障性住房、棚户区改造和安置性住房项目之外的所有商业性房地产项目进行了“一刀切”。

据了解，当前房地产库存70%集中在三四线城市，而且受到2006年“90/70”政策影响，三四线城市大量90平米以下的“刚需房”逐渐沦为经济学意义上的无效供给。

在高库存城市重复投资建设“保障房”和“安置房”的必要性相对较低，政府或可以选择向开发商“购买存量房”的方式来缓解本地区的供需矛盾。

在实际操作中，当前仍有一些地方政府以“毛地”形式出让土地，意味着拿地房企面临较大的拆迁压力。

综合来看，本轮调控开启了房地产市场从“去库存”转向“去产能”的序幕。当前房企拿地动能已经显著减弱。在三四线库存较高但一二线优质土地储备相对

不足的背景下,房地产投资存在较大的下行压力,房地产市场已经开启“去产能”模式。

(摘自和讯网,王伟,2016年11月11日)

[返回目录](#)

上交所研究创新创业企业发债风险缓释办法

针对前期推出的双创公司债可能因初创企业信用风险高引发担忧的问题,上交所11日在回答记者问时表示,目前正积极配合证监会研究推进相关风险缓释的办法,包括但不限于健全投资者适当性制度、引入多样化的增信方式、设置私募可转债条款、探索实施交叉违约和控制权变更等偿债保障条款、研究信用风险管理工具等市场化的违约风险防范、预警机制等。

上交所还称,支持创新创业企业发行债券融资,是证监会贯彻落实党中央、国务院深化投融资体制改革、加快实施创新驱动发展战略、大力推进大众创业万众创新的重要举措。上交所将按照证监会的整体工作部署,按照市场化和法治化的原则,积极稳妥、有序有力地推进相关工作。

(摘自中国网财经,刘小菲,2016年11月11日)

[返回目录](#)

财政部上交所政府债券发行系统成功启用

11月11日,财政部上交所政府债券发行系统正式启用,2016年第二批上海市政府一般债券作为首批地方债通过该系统顺利发行,标志着地方债发行渠道进一步拓宽。

根据新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),地方政府通过发行政府债券进行融资,2015年起地方债全面自发自还,发行规模大幅增加。为发挥交易所债券市场功能,进一步完善地方债市场建设,在财政部的指导下,上海证券交易所开发了财政部上交所政府债券发行系统专门用于政府债券发行,并全面做好了相关业务和技术准备,10月17日财政部正式批复同意启用财政部上交所政府债券发行系统发行地方政府债券。此

次发行的上海地方债是该系统启用后发行的首单地方政府债券。

本次招标发行的上海地方债为上海市政府一般债券，合计发行量 300 亿元，分为 3 年、5 年、7 年和 10 年四个期限品种，各期限品种发行量分别为 60 亿元、60 亿元、90 亿元和 90 亿元，发行取得圆满成功。据了解，此次上海市地方债承销团由 29 家承销商组成，其中包括中信证券、中信建投、国泰君安、东方证券、广发证券、招商证券六家证券公司。在此次上海地方债发行中，券商类承销商深入参与，认购踊跃，中标量合计 99 亿元，占发行规模的 33%；银行类承销商为 201 亿元，占比 67%。财政部上交所政府债券发行系统成功启用及上海地方债成功发行，拓宽了地方政府债券发行渠道，有助于进一步优化地方债投资群体，更好服务地方财政经济建设。

（摘自上海证券报，赵一蕙，2016 年 11 月 14 日）

[返回目录](#)

16 万亿地方债设四级风险预警 必要时启动地方政府财政重整

财政部数据显示，截至 2015 年末，我国地方政府债务为 16 万亿元。债务率为 89.2%，低于国际通行的警戒线。目前我国政府债务风险总体可控，但存在局部风险隐患，需引起重视。14 日，国务院办公厅发布《地方政府性债务风险应急处置预案》（以下简称“预案”），对可能会出现的地方政府性债务风险应急处置作出总体部署和系统安排。

四级应急机制亮相 必要时启动地方政府财政重整

《预案》依据风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为 IV 级（一般）、III 级（较大）、II 级（重大）、I 级（特大）四个等级，相应实行分级响应和应急处置。

以 I 级债务风险事件为例，当省级或全省（区、市）15% 以上的市县无法偿还债务本息，或是全省（区、市）地方政府债务本金违约金额占同期本地区地方政府债务应偿本金 10% 以上，或者利息违约金额占同期应付利息 10% 以上，只要一项指标异常，就可确定为 I 级债务风险事件；对于 IV 级、III 级债务风险，主要由市县政府立足自身化解；对 II 级、I 级债务风险，除上述措施外，省级政府可

依据市县申请予以适当救助。另外，当地方政府出现极大风险时，中央政府可适当指导。根据预案，一旦发生IV级及以上风险事件，必要时可启动地方政府财政重整计划。

依法分类处置债务 违规担保承诺无效

《预案》依据预算法、担保法、合同法及其司法解释等法律规定，区分不同债务类型提出处置原则，实现债权人、债务人依法合理分担债务风险。具体包括：

对地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券形式的存量政府债务，债务人为地方政府及其部门的，必须在国务院规定的期限内置换成政府债券，地方政府承担全部偿还责任；债务人为企事业单位等的，经地方政府、债权人、企事业单位等债务人协商一致，可按合同法规定分类处理，切实依法实现债权人的合法权益；对存量或有债务，无论存量担保债务还是存量救助债务都不属于政府债务。除外国政府和国际经济组织贷款外，地方政府及其部门出具的担保合同无效，地方政府及其部门不承担偿债责任，仅依法承担适当民事赔偿责任，最多不应超过债务人不能清偿部分的50%；对可能承担一定救助责任的存量或有债务，地方政府视情况救助，但保留对债务人的追偿权；对新预算法实施后地方政府违法违规担保承诺的债务，参照存量担保债务依法处理。

（摘自上海证券报，李苑，2016年11月15日）

[返回目录](#)

市场动向

浦发银行成功发行国内首单绿色非公开定向债务融资工具

日前，由浦发银行独立主承销的云南省能源投资集团有限公司绿色非公开定向债务融资工具成功发行。这也是银行间市场发行的首单绿色非公开定向债务融资工具。据介绍，此次成功发行的绿色非公开定向债务融资工具规模5亿元，期限5年，票面利率3.98%，创下同期同类型企业的发行价格新低。

浦发银行相关负责人表示，此次绿色非公开定向债务融资工具的成功发行，是浦发银行在银行间市场债券承销业务方面的又一创新突破，不仅充分体现浦发

银行在债券承销业务方面的创新能力，也体现浦发银行积极助力企业绿色低碳战略转型，充分发挥推动经济转型和产业结构升级的支持作用。

（摘自金融时报，李岚，2016年11月8日）

[返回目录](#)

交通银行完成首期不良 ABS 发行 总额 15.8 亿元

据悉，交行日前完成“交诚 2016 年第一期不良资产支持证券”的正式发行，发行总额 15.8 亿元。

至此，首批试点的 6 家银行已全部完成首期不良资产支持证券（ABS）的发行工作，部分银行进度较快，已经完成第二期、第三期的发行。整体来看，各行首期不良 ABS 的基础资产以对公贷款为主，且主要分布于沿海经济发达省份。

首期不良 ABS 问世

发行材料显示，交行首期不良 ABS 发行总额为 15.8 亿元，其中优先级规模 11.5 亿元，占比 72.78%，次级档规模 4.3 亿元，占比 27.22%。其中优先级发行利率为 3.18%，获得 2.7 倍认购，次级档溢价 4.5% 发行，获 1.83 倍认购。

与其余试点行此前发行的对公贷款不良 ABS 相比，交行首期不良 ABS 在基础资产的选择、信用增进的方式等方面都较为相似。

公开资料显示，交行首期不良 ABS 未偿本息余额约 56.89 亿元，资产池中单户平均未偿还本息余额达 3870 万元；147 户借款人中，预计回收率多介于 30% 至 60% 之间，其中约 86% 的贷款以抵押+担保为还款来源。而在信用增级方面，交行首期不良 ABS 一方面设置流动性储备账户平抑现金流回收波动风险，保障优先级利息偿付；另一方面引入高信用等级的机构作为流动性支持机构。

在基础资产的地域分配方面，交行首期不良 ABS 的基础资产分布于江苏、浙江、福建三个沿海发达省份，未偿本息余额占比分别为 30.65%、59.88%、9.46%。交行表示，上述区域的经济活力全国领先，不良资产交易活跃，处置回收现金流稳定性高。

基础资产以次级类和可疑类贷款为主

交行首期不良 ABS 问世，也意味着六大试点行均已发行首期不良 ABS，合计首期规模 69.57 亿元，其中建行已完成第二期不良 ABS 发行，两期合计发行规模 22.62 亿元；招行则陆续完成发行额分别为 2.33 亿元、4.7 亿元、6.43 亿元的三期不良 ABS 发行。

截至目前，各行不良 ABS 基础资产涵盖对公贷款和个人消费贷款，其中后者主要是个人住房抵押贷款和信用卡贷款。

基础资产的贷款质量方面，各行已发行的不良 ABS 基础资产以次级类和可疑类贷款为主，以增加基础资产的回收率，降低不良 ABS 的风险。其中，农行不良 ABS 基础资产中次级类、可疑类贷款未偿本息余额比例分别为 41% 和 59%，建行、工行、交行不良 ABS 中次级类占比均超 70%，中行不良 ABS 基础资产中的次级类贷款占比则超 90%。

（摘自证券时报，马传茂，2016 年 11 月 10 日）

[返回目录](#)

中国 ABS 发行历史分析：总共 854 支 累计 16837 亿元

2005 年 12 月，我国首单资产支持证券——开元 2005 年第一期信贷资产支持证券由国家开发银行于银行间市场发行，发行金额 41.77 亿元。截至 2016 年 10 月 31 日，我国共发行资产支持证券 854 支，累计发行金额达 16837.33 亿元。

全部 854 支 ABS 产品按基础资产类型分为 26 类。从各类 ABS 产品发行数量看，其中企业贷款类 ABS 产品发行最多，共 170 支，其次为租赁租金类 ABS 产品，共发行 169 支，远多于其他类别 ABS 产品；从发行金额看，企业贷款类 ABS 产品发行金额达 6808.39 亿元，租赁租金类 ABS 产品发行金额为 1589.00 亿元，仅为企业贷款类 ABS 产品发行额的 23.34%。

854 支 ABS 产品的发行人共计 156 个，其中中信信托有限责任公司发行 ABS 数量最多且发行金额最大，共发行 45 支 ABS 产品，发行金额达 2306.53 亿元；其次为广发证券资产管理（广东）有限公司，发行 ABS 产品 33 支，发行金额为

298.73 亿元；德邦证券股份有限公司、上海国际信托有限公司均发行 30 支 ABS 产品，发行金额分别为 419.01 亿元、963.42 亿元。

银监会主管 ABS 产品

银监会监管的信贷资产支持证券，基础资产分企业贷款、个人住房抵押贷款、汽车贷款、不良贷款等 11 大类，发起机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、金融资产管理公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、消费金融公司等。据不完全统计，银监会主管 ABS 产品票面利率范围约为 2.45%-4.60%。

在审批制度方面，2014 年 11 月 20 日，银监会发布《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》（以下简称“通知”），明确信贷资产证券化业务将由审批制改为业务备案制，备案申请由银监会创新部统一受理、核实、登记；转送各机构监管部门实施备案统计。此外，通知还规定，备案过程中各机构监管部门应对发起机构合规性进行考察，不再打开产品“资产包”对基础资产等具体发行方案进行审查。

截至 2016 年 10 月 31 日，全国共发行银监会主管 ABS 产品 275 支，累计发行额为 10291.14 亿元。其中，企业贷款类 ABS 产品发行量最大，共发行 170 支，占全部发行量的 62%，发行额共计 6808.39 亿元；其次为汽车贷款 ABS 产品，共发行 38 支，占全部发行量的 14%，发行额共计 900.71 亿元；个人住房抵押贷款类 ABS 产品共发行 27 支，占全部发行量的 10%，发行额共计 1306.01 亿元。

证监会主管 ABS 产品

证监会监管的 ABS 产品，基础资产类型包括应收账款、股票质押回购债权、小额贷款、基础设施收费等 14 类。目前此类 ABS 产品的主要流通场所为证券交易所，在交易所发行的 ABS 产品数量占全部证监会主管 ABS 产品的 90% 以上。

在审批制度方面，2014 年 11 月 19 日，证监会发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套规定（证监会公告【2014】49 号），取消资产证券化业务事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理；并将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司。此外，要求中国基金业协会制定备案规则，对备案实施自律管理。

截至 2016 年 10 月 31 日，全国共发行证监会主管 ABS 产品 551 支，累计发行额为 6267.30 亿元，其中租赁租金 ABS 产品发行量最大，共发行 169 支，占全部发行量的 31%，发行额共计 1589.00 亿元；其次为应收账款 ABS 产品，共发行 95 支，占全部发行量的 17%，发行额共计 1106.05 亿元；基础设施收费类 ABS 产品共发行 93 支，占全部发行量的 17%，发行额共计 860.77 亿元。

交易商协会资产支持票据（ABN）

2012 年 8 月 3 日，中国银行间市场交易商协会为拓宽非金融企业融资渠道，规范非金融企业在银行间债券市场发行资产支持票据的行为，颁布《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》，规定企业发行资产支持票据应在交易商协会注册。

2012 年 8 月 8 日，由上海浦东路桥建设股份有限公司发起，浦发银行作为首批试点承销商的“上海浦东路桥建设股份 2012 年第一期资产支持票据”正式发行，发行金额 5 亿元，标志着 ABN 正式推出。

截至 2016 年 10 月 31 日，交易商协会 ABN 共发行 28 支，发行额累计 278.89 亿元。其中，中电投融和融资租赁有限公司于 2016 年 10 月 26 日发行 1 支租赁资产支持票据，发行金额为 16.01 亿元，目前正处于发行期。

（摘自和讯网，陶海玲，2016 年 11 月 10 日）

[返回目录](#)

市场坚信城投债隐性担保 资金违规流向地方政府难断流？

虽然财政部等部门多次重申“政府债务不得通过企业举借”，但是城投企业发债并未受到太大影响，并且逐步成为投资者坚信不会违约的“金边”债券。

有投资者表示，规范政府举债是好事，但想要把地方政府和城投债完全切割很难。他们之间有千丝万缕的联系，政府一定程度上还依赖融资平台进行融资，有的城投发债后资金最终也流向了政府；而政府也通过财政补贴、赋予特许经营权与划拨资产、土地等方式对城投平台进行支持。

上交所发布的债券监管纪律处分和通报批评也显示，仍有部分地方政府通过平台公司违规举债。比如，2016 年 4 月 27 日的一份纪律处分决定书显示，伊宁

市国有资产投资经营有限责任公司非公开发行 22 亿元公司债券后，未按照约定用途使用募集资金。第一期 10 亿元募集资金到账后，该公司将其中 4 亿元转借给了伊宁市财政局，并签订了借款合同，约定了借款期限和利息支付。

城投发债凶猛

据有关数据显示，受融资环境宽松及自 2016 年始存量城投债进入集中偿付期，2016 年上半年城投债发行量达 9082.10 亿元，同比增长逾 83%，为历史同期最高水平，中票增速明显回升。

在城投企业大规模发债的同时，有不少违规流向了地方政府的口袋。除了前述的伊宁国投，靖江市华宇投资建设有限公司在非公开发行 10 亿元公司债券以后，也曾被发现违规向融资平台输血。根据募集说明书约定，该公司承诺募集资金将不用于在地方政府融资平台名单内的子公司，但公司在实际收到募集资金后，将资金划往名单内的子公司靖江市华鼎投资建设有限公司。

市场仍信仰隐性担保

虽然 2015 年 1 月起新预算法规定，除发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务，但投资者仍坚信城投债不会违约，仍有金融机构要求地方政府出具“承诺函”等安慰性质的文件。

研究显示，受新发债券主体行政级别下沉的影响，2016 年上半年城投债采用增信措施的新发债券规模同比大幅上升近 6 倍。受 2014-2015 年土地审计工作的影响，近三年以土地使用权质押为增信措施的新发债券比例逐年下降。而担保公司担保的增信方式异军突起，成为新的主流方式（占比近 70%），个别担保公司担保规模同比大幅上升。

财政部新的“答记者问”中也提到，将推进融资平台公司市场化转型和融资。剥离融资平台公司政府融资职能，并继续发挥转型后的企业对经济发展的积极作用。从理论上讲，剥离政府融资功能后，城投公司会逐步产业化，市场对其自制的判断也将更依赖于其自身资质，而不是其背后的地方政府。

事实上，比违规融资更为重要的问题是，地方政府未来支出责任的扩大化。目前财政部门更多地关注地方政府当期举债规模，而未有效地限制未来的支出责任。举债规模是资金流入的视角，支出责任是资金支出的概念，债务危机的形成

是因为资金的支出，因此后者更重要。例如，股权投资、PPP、专项建设基金都可以增加政府未来的支出责任，但并不影响当期的债务规模。

（摘自 21 世纪经济报道，李玉敏，2016 年 11 月 11 日）

[返回目录](#)

三一重工应收账款 ABS 落地发行 工程机械行业资产证券化破冰

11 月 10 日下午，三一重工发布公告，宣布“三一重工—中泰光大 2016 年 1 期应收账款资产支持专项计划”正式设立，总发售规模为 131500 万元，这意味着工程机械行业首单上交所挂牌的资产支持证券成功发行。

该证券由三一重工股份有限公司作为原始权益人，以子公司在业务经营活动中形成的应收账款作为基础资产，面向银行、券商、基金等各类合格投资人发行，在上交所上市交易。业内人士认为，三一重工本期证券的成功发行，实现了工程机械行业融资模式创新。

投资人认购踊跃 发行利率创市场新低

本期证券包括优先 A 档、优先 B 档、次级档，共“两层三档”，其中，优先 A 档和优先 B 档面向合格投资人发售，次级档由三一集团认购。

本期证券获得市场青睐，各类型合格投资人认购踊跃，在近期资金面有所收紧、利率上行的背景下，本期证券圆满发行，优先 A 档和优先 B 档证券认购倍数分别为 3.96 倍和 5.11 倍，票面利率分别为 3.60% 和 4.50%。发行利率创近期同类型产品新低，认购倍数创同类型产品新高。

金融板块发力打造证券化融资标杆

据了解，本期证券由三一集团金融板块牵头组织实施，采用结构化技术、超额现金流覆盖以及差额支付承诺提高证券信用评级，并广泛开展询价及路演，积极拓展各类型合格投资人，实现近期市场同类产品发行成本新低。

分析人士认为，本期证券发行不仅有利于三一重工盘活存量资产、加速经营资金周转、提高资金使用效率，还有利于拓宽融资渠道、降低融资成本、优化资产结构，对我国工程机械行业乃至制造业资产证券化具有里程碑意义。

助力三一转型升级 引领“工程机械+”

近年来，三一作为工程机械行业的龙头企业，积极调整发展战略转型升级。对接“一带一路”布局全球市场，实施全方位“走出去”的国际化战略；依托工程机械建立起的强大研发、制造能力，三一的住宅工业化、军工装备、海工装备、新能源技术等新业务板块也稳步崛起；同时对产业与金融进行有效整合，顺应工业互联网发展趋势，打造专业的、为产业升级服务的、以互联网技术驱动的产融金控平台、资管平台和互联网金融平台，以产业资本为根基，金融资本助力产业升级，形成产业平台和综合金融的双轮驱动。

（摘自证券日报，何文英，2016年11月11日）

[返回目录](#)

“选择性违约”担忧加剧，中国的银行间私募债发行遇冷

随着投资者对信用债违约风险，尤其是所谓“选择性违约”风险，警觉性的提高，一度欣欣向荣的中国银行间私募债（PPN）发行开始变得冷清。

随着2015年债市违约的爆发和逐步蔓延，PPN发行出现递减态势。PPN今年1~10月的发行量为5211亿元，同比减少三成，且仅为2014年发行规模的约一半。而在公募信用债市场上，尽管也出现多起违约，同期发行金额同比仍增加超过三成。

兜底意愿

随着中国经济增长放缓至25年来最慢，企业债务压力加大，今年来境内公募债券违约数量是2015年的3倍，涉及金额162亿元；今年以来也已至少有包括保定天威、广西有色、云峰集团和东北特钢在内的多支PPN违约，涉及金额至少达58亿元。鉴于PPN整体存量10月末约为2.2万亿元，仅为公募信用债的一成左右，其违约风险显然高出许多。

国泰君安证券债务融资部总经理黄宝毅指出，公募债券违约后企业偿还的意愿较高，多只违约的公募债投资人都已经得到了本金甚至利息的偿付，但PPN的回收率相对来说低得多。中国首例违约的公募债券发行人上海超日太阳能在“11超日债”违约近10个月后成功兑付本息；珠海中富也在违约5个月后兑付了全

部逾期的本息；此外，今年违约的“15 雨润 CP001”和“15 华昱 CP001”也均在违约后不久偿付了应付本息。

慎之又慎

广西有色于 2012 年开始陷入亏损，资产负债率高达 88%。该公司在 2009-2012 年主要通过短融券、中票等公开发行业债券进行融资，但 2013 年以后则基本依靠 PPN。为了满足投资者对风险防范的需求，中国央行 9 月首次批准了信用违约互换（CDS）业务指引，并于上月末正式起步，但目前该市场仅处于初期阶段，首批 CDS 合约是与央企发行的高评级债券挂钩，要扩大投资者群体和 CDS 标的范围，CDS 市场还有较长的一段路要走。

（摘自彭博环球财经，2016 年 11 月 15 日）

[返回目录](#)