

债市聚焦

第 4 期
总第 251 期
2018

政策指南

七部门：允许采用股债结合综合性方案降低企业杠杆率

上交所拟规范债券质押式三方回购交易，正回购方准入门槛抬高

市场动向

发行趋严，公司债将明显“瘦身”

财政部：地方政府债尚余 1.73 万亿待置换，8 月底前完成

国内首单租赁住房定向债务融资工具成功注册

1.6 万亿再融资压力来袭，城投债刚兑信仰将破？

风险事件

亿阳集团：“16 亿阳 01” 回售违约

丹东港集团：“16 丹港 01” 利息违约

联合视点

2017 年熊猫债券发行量明显下滑，预计 2018 年有望企稳

2017 年房地产债券发行市场分析及 2018 年展望



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

七部门：允许采用股债结合综合性方案降低企业杠杆率

国家发改委网站消息，发改委、央行等七部门日前联合发布关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知。通知指出，允许采用股债结合的综合性方案降低企业杠杆率。允许将除银行债权外其他类型债权纳入转股债权范围。允许上市公司、非上市公司发行权益类融资工具实施市场化债转股。符合条件上市公司、非上市公司可向实施机构发行普通股、优先股或可转换债券等方式募集资金偿还债务。

通知指出，各实施机构可根据对象企业降低杠杆率目标，设计股债结合、以股为主的综合性降杠杆方案，允许有条件、分阶段实现转股。鼓励以收债转股模式开展市场化债转股，方案中含有以股抵债或发股还债安排的按市场化债转股项目报送信息。允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股。各类实施机构发起设立的私募股权投资基金可向符合条件的合格投资者募集资金，遵守相关监管要求。符合条件的银行理财产品可依法依规向实施机构发起设立的私募股权投资基金出资。允许实施机构发起设立的私募股权投资基金与对象企业合作设立子基金，面向对象企业优质子公司开展市场化债转股。支持实施机构与股权投资机构合作发起设立专项开展市场化债转股的私募股权投资基金。规范实施机构以发股还债模式开展市场化债转股。实施机构在以发股还债模式开展市场化债转股时，应在市场化债转股协议中明确偿还具体债务，在资金到位后及时偿还债务。

通知明确，支持各类所有制企业开展市场化债转股。相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定市场化债转股对象企业，不限定对象企业所有制性质。支持符合《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》规定的各类非国有企业，如民营企业、外资企业开展市场化债转股。转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权，包括但不限于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等，但不包括民间借贷形成的债权。银行所属实施机构开展市场化债转股所收购的债权或所偿还的债务范围原则上限于银行贷款，适当考虑其他类型银行债权和非银行金融机构债权。允许实施机构受让各种质量分级类型债权。

通知指出，允许以试点方式开展非上市非公众股份公司银行债权转为优先股。根据《意见》中实施机构和企业自主协商确定转股条件等相关规定，实施机构可以将债权转为非上市非公众股份公司优先股；在正式发布有关非上市非公众股份公司发行优先股政策前，对于拟实施债转优先股的非上市非公众股份公司市场化债转股项目，实施机构须事先向积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议办公室报送方案，经同意后以试点方式开展。并鼓励规范市场化债转股模式创新。

通知还指出，有关部门将研究采取适当支持方式激励引导开展市场化债转股，依据市场化债转股业务规模、资金到位率、降杠杆质量等因素对相关银行和实施机构提供比较稳定的低成本中长期资金支持；在防止国有资产流失的前提下，提高国有企业转股定价的市场化程度，经批准，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。

（摘自中国证券报，刘丽靓，2018年1月29日）

[返回目录](#)

上交所拟规范债券质押式三方回购交易，正回购方准入门槛抬高

上交所、中国结算近日联合发布了《债券质押式三方回购交易及结算暂行办法（征求意见稿）》（下称《暂行办法》）。《暂行办法》拟在交易所市场引入国际上较为成熟的债券质押式三方回购（下称“三方回购”）模式，明确三方回购业务的总体框架、投资者适当性、交易结算方式、违约处置途径以及自律管理要求。

在业内人士看来，《暂行办法》的重要作用在于，对正回购方设定了更严格的准入门槛，实行投资者适当性管理，并对相关参与主体进行自律管理和质押券篮子管理，从而有效降低正回购方的到期购回风险，保障市场的规范运作。这有利于构建多层次回购体系，分散债券质押式回购中央对手方风险，促进交易所债券回购市场的流动性。

根据《暂行办法》，三方回购是指资金融入方（即“正回购方”）将债券出质给资金融出方（即“逆回购方”）以融入资金，约定在未来返还资金和支付回购利息，同时解除债券质押，并由上交所、中国结算提供相关的担保品管理服务的交易。

“回购在出台之初，盘活了大量私募债，是一种很好的创新模式。但在目前情况下，私募债一旦违约后产生连环效应，容易导致风险爆发。”一位货币基金经理告诉记者，

实行三方回购办法以后，交易所和中国结算能起到一定监督管理作用。如果债券出现违约，交易所可以冻结债券，加强了对逆回购方的保障。

根据《暂行办法》要求，正回购方必须满足下列条件：具有较强风险管理及承担能力的金融机构或其理财产品；近两年内未发生过重大回购违约；已建立完善健全的内部业务管理流程和风险管理制度；具备支持三方回购业务开展的相关技术系统等；并提前向交易所进行投资者适当性备案。

交易所方面表示，在三方回购业务风险控制方面，拟实行存续期内逐日盯市，中国结算每日闭市后核算担保品价值，在质押券担保价值与回购金额相比出现不足且达到一定比例时，由交易系统对回购双方进行补券提示。

而且，回购双方可约定违约后是否通由质权人对违约交易项下的担保品进行处置，以期建立违约情形下担保品的快速处置机制。

试点初期，三方回购的正回购方主要包括金融机构、公募证券投资基金、商业银行发行的理财产品。业内人士认为，这意味着一些专户、资管产品等在试点期间无法参加，但可能在试点结束后，只要满足《暂行办法》规定要求的机构和产品也能参与。

从三方回购的担保品范围来看，包括公开发行债券、非公开发行债券和资产支持证券。有三类券不可作为担保品：资产支持证券次级档；已经发生违约或经披露其还本付息存在重大风险的债券和资产支持证券；上交所认为不适合充当回购担保品的其他债券。“相比交易所的标准券质押，质押券范围扩大到中高等级债券。”一位银行业分析师告诉记者。

目前，交易所市场主要有标准券回购与协议回购两种模式，标准券回购的质押标的是利率债和高等级信用债，协议回购则是双方自行确定所有交易要素。三方回购标准化程度介于债券质押式回购和质押式协议回购之间。这在形式上兼收了交易所标准券回购和协议回购的优点，相比标准券回购扩大了质押券范围、消除了中央对手方承担的风险，相比协议回购增加了标准化程度、提高了流动性。

“三方回购最主要的差别在于交易双方只需要商定金额、利率、期限，质押券的选取和折算率可以自动进行，不用正逆回购方再去一项项商定交易要素，大大提高交易效率。”上述人士表示。

（摘自上海证券报，金嘉捷等，2018年1月29日）

[返回目录](#)

市场动向

发行趋严，公司债将明显“瘦身”

在经历了连续两年快速扩容以后，2017年公司债发行规模出现明显下滑。Wind最新统计数据显示，2017年公司债仅发行1200只1.1万亿元，较2016年锐减超6成。伴随非公开发行公司债券业务风险的加大和监管层对其发行门槛的提高，再加上今年到期高峰的到来，2018年公司债将迎来明显的“瘦身”。

中国证券业协会日前对原有《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》进行了修订。根据新的《征求意见稿》，本次负面清单拟修订的核心内容主要体现在两个方面。一是体现了从严监管的思路，具体表现为延长了发行人此前因财务造假或重大违法违规受行政处罚后不得新发债的周期。第二点则是强化对债券募集资金的规范管理。券商承揽的影响会很快传导至发行层面，负面清单修订后，符合条件的发行人数量进一步减少。“这将对私募债发行的规模有明显影响。”有券商分析人士向记者直言。

不过，2017年以来公司债在发行量上明显下降，但是在产品创新方面却有质的飞跃。年中监管层力推公司债创新，先后发布了《关于支持绿色债券发展的指导意见》、《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》、《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》等文件。值得注意的是，新三板创新层股东人数未超过200人的创新创业公司获准在沪深交易所非公开发行可转债。据记者统计，新三板逾1000家创新层挂牌企业可以发行“双创私募可转债”。

“今年以来，交易所债券市场进入到新发展阶段，更加注重发力调整供给结构和风险防控，其中创新品种为更多绿色企业、创新创业公司拓宽了融资渠道。但是，发行负面清单和扎堆到期等因素叠加，2018年公司债存量必将明显‘瘦身’，或将减少至近年新的低点。”上述券商分析人士表述。

也有业内专家认为，整体看，2017年公司债市场的大幅下滑，带来了较低的基数，2018年或有小幅增长，但各种因素的影响下大幅增长可能性不高，整体情况不容乐观。

(摘自经济参考报，钟源，2018年1月24日)

[返回目录](#)

财政部：地方政府债尚余 1.73 万亿待置换，8 月底前完成

25 日，财政部预算司副司长王克冰在财政部新闻发布会上表示，截至 2017 年底全国地方政府已累计发行置换债券 10.9 万亿元，目前尚未置换的非政府债券形式存量政府债务还有 1.73 万亿元，预计今年 8 月底前能够全面完成置换工作。

王克冰表示，2017 年，全国地方发行地方政府债券 4.36 万亿元，比 2016 年减少 1.69 万亿元。具体来看，2017 年发行的地方政府债券包括两部分：一部分是在当年全国人大及国务院批准的新增债务限额内发行的政府债券，共计 1.59 万亿元，全部是新增债券，比 2016 年新增债券规模增加 0.42 万亿元；另一部分是发行政府债券用于偿还非政府债券形式的存量政府债务，发行的这部分债券并不增加地方政府债务规模，也可以称作置换债券，共计 2.77 万亿元，比 2016 年发行的置换债券规模减少 2.11 万亿元。

他表示，截至 2014 年底的地方政府存量债务总规模是被锁定的，随着置换工作顺利推进以及地方自行化解部分存量债务，待置换的存量债务自然会有所下降。

在专项债券管理改革方面，从 2015 年起，财政部借鉴主要市场经济国家经验，积极推动地方政府债券管理改革，会同有关部门启动发行土地储备专项债券、政府收费公路专项债券，试点发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种。

据王克冰介绍，2017 年，全国地方累计发行土地储备专项债券 2407 亿元、发行政府收费公路专项债券 440 亿元，同时深圳市首次在深交所成功发行轨道交通专项债券 20 亿元，专项债券管理改革总体进展顺利。

（摘自经济参考报，孙韶华等，2018 年 1 月 26 日）

[返回目录](#)

国内首单租赁住房定向债务融资工具成功注册

近日，由上海农商银行担任联席主承销商的上海地产（集团）有限公司租赁住房定向债务融资工具经银行间市场交易商协会注册通过，给予 3+2 年期 10 亿元额度。该项目是上海地区乃至全国首单获批的银行间租赁住房债券产品，具有较好的社会示范效应。

2017 年 7 月以来，银行间市场交易商协会为解决租赁住房融资难的问题，同时响应“房子是用来住的，不是用来炒的”以及“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的要求，从扶贫普惠角度设计推出了“租赁住房定向债务融资工具”这

一将租赁住房建设项目与资本市场直接对接的创新债券产品。

本单项目的注册成功，将对租赁住房直接融资市场的发展起到积极的示范意义。

（摘自中国证券报，高改芳，2018年1月30日）

[返回目录](#)

1.6 万亿再融资压力来袭，城投债刚兑信仰将破？

金融严监管毫不放松，城投债迎来了前所未有的再融资压力。Wind 数据显示，2018 年到期或进入回售期的城投债近 1.6 万亿元，创下历史新高，其中到期规模约为 1.35 万亿元，进入回售期的近 2500 亿元。与巨大再融资压力相伴的，则是城投债发行难度的抬升。2016 年四季度起，财政部频繁发文，强调划清地方政府债务界限，明确财政对于未经确认偿债责任的债务没有代偿义务；2017 年，财政部严厉处罚了多个省份涉及违规举债的行为。多位市场人士均认为，维持了多年的城投债刚兑信仰，可能会在 2018 年被打破。在近期监管部门出台的文件中，有两个对城投平台产生的影响较大。

一是银监会的《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》。该征求意见稿规定，“对一组非同业关联客户的风险暴露不得超过一级资本净额的 20%”，其中“非同业关联客户”包括集团客户和经济依存客户。市场分析人士认为，若关联度较高的城投平台被定义为关联客户而被统一授信，每个平台所能获得的授信额度就可能显著降低。

二是保监会联合财政部下发的《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》，鼓励保险机构“购买地方政府债券，严禁违法违规向地方政府提供融资，不得要求地方政府违法违规提供担保”，“将融资平台公司视同一般国有企业，根据项目情况而不是政府信用独立开展风险评估，严格实施市场化融资”。

中金公司认为，如果监管层有自信保证经济和金融的基本稳定，可能会有一定动力在局部领域试水城投债务打破刚兑，以此引导市场正确地区分政府债务和非政府债务，形成合理的政府债务定价，并从根本上遏制隐性政府债务的扩张。虽然地方政府和城投平台“保刚兑”意愿仍较强，但在今年更大的再融资难度和更强的转型政策导向下，部分债务压力过重的地区打破刚兑的可能性在提高。

（摘自 21 世纪经济报道，黄斌，2018 年 1 月 30 日）

[返回目录](#)

风险事件

亿阳集团：“16 亿阳 01”回售违约

2017 年 1 月 26 日，亿阳集团股份有限公司（简称“亿阳集团”）公告称，公司应于 2018 年 1 月 29 日支付“16 亿阳 01”回售款、2017 年 1 月 27 日至 2018 年 1 月 26 日期间的利息及相关手续费共计 2.2385 亿元。而公司目前正在积极推动重组中，无法按时支付本期债券回售款、利息及相关手续费，拟待公司重组完成后一并处理本期债券兑付兑息事宜。

（摘自 Wind 资讯，2018 年 1 月 26 日）

[返回目录](#)

丹东港集团：“16 丹港 01”利息违约

2017 年 1 月 30 日，丹东港集团有限公司公告称，2017 年 1 月 27 日（逢节假日顺延至 1 月 29 日）为丹东港集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（“16 丹港 01”）的付息日，由于公司资金紧张，未能按期支付该期债券利息 1.1 亿元。本次债券违约将导致“16 丹港 01”、“16 丹港 02”两期债券启动加速清偿。

（摘自货币网，2018 年 1 月 30 日）

[返回目录](#)

联合视点

2017 年熊猫债券发行量明显下滑，预计 2018 年有望企稳

2017 年，受融资成本上升、资本管制加强、房地产企业发债受限等因素影响，熊猫债券发行量较上年明显下滑。展望 2018 年，在央行采取中性偏紧的货币政策、房地产继续管控的情形下，熊猫债券发行成本或将保持高位运行；但考虑到“一带一路”倡议延伸、中国债券市场持续开放及人民币汇率企稳等因素，熊猫债券市场发展存在一定契机。联合资信预计，2018 年熊猫债券发行量将保持稳定。

2017 年熊猫债券发行量减少逾 40%

在经历了 2016 年的井喷式增长之后，熊猫债券发行量在 2017 年出现了明显下滑。2017 年度（本年度），债券市场共有 25 家主体累计发行熊猫债券 35 期，发行总额共计 719.00 亿元，发行期数和发行总额同比降幅均在 40% 以上。其中，银行间债券市场共发行熊猫债券 26 期，发行总额为 603.00 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例均超过 70%；交易所债券市场共发行熊猫债券 9 期，发行总额为 116.00 亿元，发行期数和发行规模均较上年均大幅下降超过 75%。由于交易所债券市场以房地产企业发行熊猫债券为主，而自 2016 年下半年以来，监管层加强对房地产业融资的管控，导致交易所熊猫债券发行量大幅下降，熊猫债券主要发行场所也由交易所债券市场转向了银行间债券市场。

预计 2018 年发行量将保持稳定

展望 2018 年，熊猫债券融资成本上升对发行人造成一定成本压力，但“一带一路”倡议、债券市场双向开放等政策支持使得熊猫债券市场存在一定发展契机。因此，联合资信预计 2018 年熊猫债券发行量将保持稳定。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180124/148853998.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信主权部供稿，2018 年 01 月 24 日）

[返回目录](#)

2017 年房地产债券发行市场分析及 2018 年展望

受监管政策影响，2017 年房企交易所融资规模大幅下降，银行间融资有所增长；发债主体信用等级向 AA+ 和 AAA 集中。受资金面收紧、行业政策调控超出预期、信用风险事件等多重因素影响，2017 年地产信用债发行利率上行、利差走扩，高级别地产债信用品质分化加剧。

房地产债券发行概况

自 2016 年 10 月，上海证券交易所和深圳证券交易所对房地产公司债券实行分类监管以来，房地产企业在交易所市场债券融资受到了严格控制。2017 年，银行间和交易所市场共发行房地产债券 164 支，较 2016 年的 456 支大幅减少 292 支；银行间和交易所房地产债券发行规模共计 2208.74 亿元，较 2016 年的 7510.28 亿元减少 5301.54 亿元，降幅达 70.59%。总体看，受到监管因素影响，2017 年地产债整体发行规模大幅下降，公司债发行规模大幅下降，银行间融资规模有所增长。从信用等级来看，监管程度的升

级及主体级别的上调导致了高信用等级主体发债规模占比的上升。随着房地产信用品质分化的加剧，主力房企强者恒强，未来这种集中趋势或将持续。

房地产债券利率和利差分析

从债券市场整体收益率来看，2017年，中国债券市场在“去杠杆、强监管”的背景下，呈现资金面平衡偏紧、流动性减弱、市场波动增加的态势，利率整体呈波动上升态势。在债市利率整体上行的背景下，2017年地产信用债发行利率较2016年亦有大幅上升。各级别短期地产信用债发行利率走势与债市整体收益率基本一致，于2017年二季度大幅升高后，三季度有所回调，四季度再次走高。其中AA短期债券发行量小、配置需求较低，受个券信用品质较弱影响，四季度的加权利差达到412.74BP。高等级债券加权利差二季度走扩后呈波动态势，但利差较2016年明显扩大。

2018年展望

债市方面，从2017年末的中共中央政治局会议来看，去杠杆和严监管政策仍将是2018年宏观经济政策的主要内容，稳健中性将大概率成为2018年货币政策的主基调，债市资金面或仍平衡偏紧。楼市方面，虽然近期部分二三线城市楼市调控政策有所松动，但习主席在指导未来五年发展工作的十九大报告中重申了“坚持房子是用来住的、不是用来炒”的定位，住建部有关负责人也再次强调，“将严格落实各项调控政策措施，严厉打击各类违法违规行为，坚决遏制投机炒房，进一步落实地方主体责任，确保房地产市场稳定”，预计未来一段时间房地产调控不会有大的放松。综合来看，预计地产债短期内发行利率仍将维持高位。

查看全文请点击 <http://bond.hexun.com/2018-01-30/192341250.html>

（摘自和讯网，联合资信工商二部供稿，2018年01月29日）

[返回目录](#)