

债市聚焦

第14期
总第261期
2018

政策指南

央行发文规范证券公司短期融资券管理事项

发改委：企业债券工作要守住不发生系统性金融风险的底线

金融监管协同再出“统计铁拳”，债券市场为现阶段重点目标

市场动向

庆汇租赁 ABS 利息违约，恒泰证券追讨本息超 5 亿

券商年内发债融资近 1500 亿元

棚改专项债亮相，中国版市政项目“收益债”再添新品种

上交所：“一带一路”公司债首单获批

联合视点

2018 年一季度地方政府债与城投债市场分析

2017 年信贷资产证券化市场运行报告及展望

2017 年信贷资产支持证券利差分析及实证研究

政策解读：“一号文”对融资担保机构业务发展影响解读

2018 年第一季度短期融资券利差分析报告

“家美 2018-1”成功发行，成银行间市场规模最大 RMBS 产品



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

央行发文规范证券公司短期融资券管理事项

4月13日,央行金融市场司发布《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》。文件要求证券公司发行短期融资券实行余额管理,待偿还短期融资券余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算。

文件称,央行对已发行短期融资券的证券公司进行持续事中事后监测管理,根据证券公司净资本、风险控制指标和各类短期融资工具余额等情况,并结合证券公司资产管理业务、回购业务等可能影响证券公司流动性管理水平的业务情况,每半年调整一次证券公司短期融资券余额。

文件要求,券商发行短期融资券应具有较高的流动性管理能力,保持流动性合理充裕,确保能够以合理对成本及时满足流动性需求;流动性覆盖率持续高于行业平均水平;资产管理业务开展规范,符合强化法人风险隔离、规范资金池、打破刚性兑付等资产管理业务监管要求。

(摘自北京青年报,程婕,2018年4月14日)

[返回目录](#)

发改委:企业债券工作要守住不发生系统性金融风险的底线

为加强企业债券存续期监管,国家发展改革委财金司于4月13日召开2018年企业债券本息兑付风险排查和存续期监管工作会议。

会上,国家发改委财金司相关负责人通报了2017年企业债券工作情况、2018年企业债券本息兑付风险排查总体情况和最新政策情况。登记结算机构、交易所相关负责同志介绍了企业债券存续期管理本息兑付、信息披露等内容,各省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革委有关负责同志就2018年企业债券本息兑付准备工作进行了汇报。

国家发展改革委财金司相关负责同志在会上表示,要充分利用企业债券融资工具,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重;统筹防范债券违约风险和地方政府债务

风险，守住不发生系统性金融风险的底线；做好企业债券事中事后监管，确保信息披露及时、准确，债券资金使用合法、合规，在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中发挥更大作用。

（摘自中国发展网，2018年4月16日）

[返回目录](#)

金融监管协同再出“统计铁拳”，债券市场为现阶段重点目标

2018年4月9日，国务院办公厅发布了《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》（以下简称《意见》），全面部署金融业综合统计工作。加快推进金融业综合统计，是前瞻性防范化解系统性金融风险、维护金融稳定的迫切需要。

建立统一标准

诚如《意见》所言，目前金融业综合统计工作存在一些突出问题：“统计制度存在割裂，数据标准不统一，统计技术手段单一，数据组织分散，信息归集和使用难，共享机制不完善；交叉性金融活动、系统重要性金融机构、金融控股公司等关键领域统计监测不足，风险预警数据不敏感；宏观风险统计基础较为薄弱，政策效果评估数据不充分；部分金融活动游离于金融统计体系之外，基础数据不健全等。”当前，我国金融领域仍处于风险易发高发期。科学研判系统性金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线，需要质量更高、更及时有效的预警监测数据。

缩小监管套利空间

政策性、开发性金融机构也纳入此次规范范畴。《通知》指出，政策性、开发性金融机构严禁为地方政府和国有企业提供各类违规融资，不得要求或接受地方政府出具任何形式明示或暗示承担偿债责任的文件，不得通过任何形式违法违规增加地方政府债务负担。国有金融机构提供中介业务时，也不得“踩红线”。比如《通知》明确，在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

金融机构监管套利一般出现在两个方面：其一的“监管非对称”正随着本轮国家机构改革的推进及金融监管部门间协调性的增强而逐步有效解决；另一个是“监管真空”，即本次《意见》的重点关注领域。

全面推进金融业综合统计，需要拿出办法解决以下问题：统计标准要先行，数据组织要集中，监测领域要完整，风险预警要前瞻，共享机制要完善；既要把握全社会金融资产负债规模、资金流向和宏观杠杆水平，又要重点解决交叉性金融活动、系统重要性金融机构、金融控股公司等关键节点风险预警数据不足，还要进一步完善金融支持国民经济重点领域和薄弱环节政策效果评估数据。

债券市场成重点推进对象

当前我国债券市场分割现象依然相对严重。《意见》明确提出开始阶段“以债券市场统计为主要推进领域”，广发证券分析师倪军预计，未来债券市场监管分割、基础设施机构协调性不足、数据透明度不高的现象将弱化，这意味着不同监管主体和交易场所的监管非对称现象将减少，发债主体的融资监管套利空间将收缩。

（摘自中国经营网，公欣，2018年4月16日）

[返回目录](#)

市场动向

庆汇租赁 ABS 利息违约，恒泰证券追讨本息超 5 亿

近日，庆汇租赁（宝德股份控股子公司）的一只资产证券化（ABS）产品发生利息违约。作为管理人的恒泰证券向北京市高级人民法院起诉，要求被告鸿元石化、庆汇租赁支付 5.31 亿元款项，同时恒泰证券申请了诉前财产保全，已获法院准许。

据了解，庆汇租赁这单 ABS 在 2016 年初发行，当时还获得了 3A 的债项评级，使得承租人鸿元石化与中石油合作的总投资 45 亿元、产能 240 万吨裂化加氢项目得以按期开工。此单 ABS 的基础资产，最主要的是租金请求权。原始权益人庆汇租赁将基础资产转让给管理人恒泰证券，由恒泰证券以基础资产产生的现金流作为偿付支持发行 ABS，并将募集所得的资金支付给庆汇租赁。

2017年12月15日，恒泰证券收到鸿元石化邮寄的《告知函》，告知鸿元石化被核查出重大问题，已经停产予以整改。此外，鸿元石化对外存在巨额欠款，并被多家金融机构采取法律程序催收欠款。

恒泰证券向鸿元石化追索《融资租赁合同（回租）》项下所有逾期利息、全部到期未付租金和未到期租金等款项，累计超过5亿元。并且，恒泰证券要求赔偿因通过司法途径强制其履行合同而受到的损失，包括但不限于诉讼费用、律师费用等，同时要求庆汇租赁承担连带赔偿责任。恒泰证券内部人士表示：“管理人职责主要在尽职调查，目前该ABS还未到期，如果只是利息违约，问题还不大，需要看未来会不会发生实质性违约。”

（摘自证券时报，2018年4月11日）

[返回目录](#)

券商年内发债融资近1500亿元

今年以来，债券市场出现明显回暖迹象。在刚刚过去的一季度，券商资管产品中，债券型产品则以0.17%的平均收益率居首。同时，年内通过发债以及短期融资券等形式募资的券商也不在少数。其中，发行公司债仍是主力。

Wind数据统计显示，今年以来，截至4月10日，券商共计发行公司债60只（包含次级债，下同），同比微增；规模1176.8亿元，同比下降22.29%，涉及中国银河证券、招商证券、国信证券等37家券商。此外，发行短期融资券12只，同比增长300%；共计规模310亿元，同比增长400%；涉及中信证券、国泰君安等4家券商。目前，两项募资总额近1500亿元。

其中，招商证券发债规模最大，今年以来，招商证券已完成发行149亿元公司债；紧随其后的是中国银河证券和中信建投证券，分别完成发行97亿元和70亿元的公司债，发行面额超过60亿元的还有海通证券。

年内仅有4家券商发行短期融资券，分别是中信证券、国泰君安、东北证券、渤海证券。其中，中信证券发行规模为130亿元，占比41.94%。

目前，券商资本中介业务快速发展，券商资本需求显著。民生证券分析师李锋认为，资本补充压力将持续，券商融资需股债并举。在资本质量和股权质押业务风险控制要求下，券商需要进一步提高净资本规模、保持资金充足。目前，实施一轮定增需

要约 2 年至 2 年半，受市场长期行情影响较大。发行证券公司债仍会是主要的资金补充来源。净资本补充需求迫切的券商仍需要扩宽融资渠道，或选择组合融资方式满足资本补充需求。

（摘自证券日报，周尚仔，2018 年 4 月 11 日）

[返回目录](#)

棚改专项债亮相，中国版市政项目“收益债”再添新品种

日前，财政部印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财预〔2018〕28 号）（以下简称“28 号文”），就棚改专项债券发行的预算编制、监督管理、职责划分等进行了说明。这意味着棚改专项债券正式亮相。

第三个市政项目“收益债”

棚改专项债成为继土地储备专项债券、收费公路专项债券之后，第三个地方政府项目收益专项债券品种。在《通知》正式公布之前，相关项目收益专项债券的试行办法已经有所公布。2017 年 5 月和 6 月，财政部联合其他相关部委，分别印发了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号）、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号），为我国试点土地储备专项债券、收费公路专项债券打开了大门。2017 年 8 月，财政部正式印发了《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》。

随着本次棚改专项债券亮相，地方政府项目收益专项债券覆盖了棚改、土地储备、收费公路三大领域，上述品种项目收益债券基本覆盖了地方政府基金预算支出中的主要支出部分。业内分析表示，棚改专项债券的推出，是地方政府债务管理的“开前门”的又一重要渠道，是从我国实际出发，打造中国版的地方政府市政项目“收益债”的重要一步。

地方融资渠道“开前门”

棚户区改造是为了更好地解决群众住房问题。2017 年，我国各类棚户区改造 609 万套，完成投资 1.84 万亿元，需要的资金较为庞大。国务院确定实施 2018 年到 2020 年 3 年棚改攻坚计划，将再改造各类棚户区 1500 万套。在这庞大投资中，棚改专项债的筹资将成为重要来源之一。

业内研究表示，棚改专项债的推出，对于缓解地方政府在棚户区改造方面的支出压力有一定帮助，有助于进一步明确地方政府的专项债券额度的使用方向。

28号文明确指出，棚改专项债发行目的是：“为完善地方政府专项债券管理，规范棚户区改造融资行为，坚决遏制地方政府隐性债务增量”。

对此，《金融时报》专家委员会委员、交通银行首席经济学家连平表示，有了棚改专项债券能较好地保障棚户区改造资金供给，也使得地方政府在棚户区改造的时候资金运用的来源都比较清晰，募集多少、怎么募集、利率水平等等都会比较清晰，也有助于地方政府不断地改善其债务管理，使得其债务状况更加清晰，有助于更好地控制住那些隐性债务的发展。

棚改债具有长期投资价值

自去年推出土储专项债与收费公路专项债后，二者尽管发行量不是很大，但依然受到各方高度关注。

相关统计显示，第一期土储专项债是北京市政府于2017年7月14日发行，发行总额90亿元，共发行5期，其中除了北京市朝阳区土储债的发债期限为3年外，其余均是5年。第一批收费公路专项债是广东省政府于2017年8月10日发行，发行总额为63亿元，仅一期，期限为7年。截至2017年12月8日，土储专项债共发行237期，发行金额为2363.18亿元，收费公路专项债共发行23期，发行金额430.04亿元。

天风证券研究表示，从投资的角度看，棚改专项债券等项目收益专项债券均强调“项目收益与融资自求平衡”，从法理上来讲，专项债券的偿债来源只有对应项目的收入，并不能完全蕴含地方政府的信用。但是棚改专项债和土储专项债具有周转偿还条款，而收费公路专项债券可以设置延迟偿还条款，均意味着项目收益专项债券具备明确的借新还旧能力，使得项目收益专项债券仍然具有较强的兑付能力。

相关人士表示，棚改专项债规模较大、期限较长、风险较低，与保险资金另类投资中基础设施及民生工程类股权计划、债权计划有相似性，但同时还具备了标准性，结构简单，现金来源较有保障等特点。棚改专项债发行后，险企将会逐渐加码投资，缓解资产负债久期错配问题，助力经济社会发展的重点领域，提升服务实体经济的水平。

（摘自中国金融新闻网，2018年4月12日）

[返回目录](#)

上交所：“一带一路”公司债首单获批

近日，由特变电工股份有限公司申报的公司债券获中国证监会核准，成为上交所《关于开展“一带一路”债券试点的通知》发布后获批的首单募集资金用于“一带一路”建设的公司债券。此单债券的成功推出，是上交所在中国证监会的领导下，持续为境内企业“走出去”提供资金支持、服务“一带一路”建设的又一重要举措。

据统计，截至目前，上交所已受理 12 只支持“一带一路”建设的公司债券、资产支持证券，申报规模为 654 亿元；已审核通过 8 只，拟发行金额为 524 亿元；已完成发行 3 只，发行金额为 42.5 亿元。

下一步，上交所将继续贯彻落实党中央、国务院指导精神，在中国证监会的统一部署下，进一步研究完善支持“一带一路”建设的公司债券融资机制，持续细化和完善相关规则、配套支持措施，增强交易所债券市场服务“一带一路”的能力，助力构建资本市场全面开放新格局。

（摘自大众证券报，2018 年 4 月 17 日）

[返回目录](#)

联合视点

2018 年一季度地方政府债与城投债市场分析

2018 年一季度地方政府债发行市场呈现以下几个特点：（1）发行规模同比下降，置换进度持续推进；（2）除 7 年期、10 年期公募政府债外，政府债月均加权利率较上年末有所下降；（3）预算增加专项债券新增额度，加之棚改专项债新品种的推出，未来专项债券发行规模将上升。

2018 年一季度城投债发行市场呈现以下几个特点：（1）一季度发行规模同比大幅增长，公募占比上升；（2）AAA 级和 AA+ 级发行占比大幅上升，发行期限以 3 年及以下为主；中票发行占比大幅上升；（3）发行利率先升后落，整体利差上扬，短期限、高级别城投债利差走高；（4）江苏省一季度发行规模最大，区域信用利差整体上升，东北三省、贵州信用利差仍较高；（5）AAA 级城投债与产业债利差转负；AA+ 和 AA 级城投债-产业债维持负利差，AA 级利差缩小。

预计短期内，去杠杆、防范金融风险的政策基本面不变，货币政策维持稳健中性，严控地方政府债务风险仍是监管部门的工作重心。强监管背景下，城投债发行成本将进一步分化，低资质城投企业再融资困难加大。

查看全文请点击 <http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2018-04-12/doc-ifyuwqez9150775.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信公用事业二部供稿，2018年4月11日）

[返回目录](#)

2017 年信贷资产证券化市场运行报告及展望

政策方面，国内金融监管环境逐渐趋于严格。总体来看，在金融监管趋严的背景下，私募 ABS 的发展将会受到较大冲击，但对银行间市场 ABS 整体具有利好作用。

市场运行方面，2017 年信贷资产证券化市场呈现以下特点：（1）发行规模显著增加，依旧集中于下半年发行；（2）产品类型百花齐放，RMBS 发行规模超越 CLO 跃居市场第一位；（3）发起机构仍以大型金融机构为主，汽车金融公司发展势头日益强劲；（4）证券发行利率整体上行，与同级别信用债整体利差水平保持稳定；（5）证券级别集中在高信用等级，证券信用表现良好。

在金融监管趋严的大背景下，未来信贷资产证券化市场：（1）继续保持稳步发展态势；（2）发行利率可能会延续高位态势；（3）基础资产信用质量恶化的风险提高。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180413/149128337.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信结构融资部供稿，2018年4月13日）

[返回目录](#)

2017 年信贷资产支持证券利差分析及实证研究

2017 年银行间市场上共有 62 家发起机构发起了资产证券化产品，共计 133 单。在 2017 年强监管、去杠杆、去通道的大背景下，债市利率全年呈上行走势，资产支持证券的发行利率及利差都较 2016 年有所上升。本文分析的 2017 年银行间市场上发行的有评级的 260 支信贷资产支持证券的利差均值为 178.05bp，较 2016 年上升了 54.94bp，增幅较大。但样本的利差标准差为 35.84bp，较 2016 年下降了 6.70bp，表明市场对信贷资产支持证券风险及流动性判断的差异程度有所降低。

本文在对 2017 年银行间债券市场信贷资产支持证券发行利差分析的基础上，以 2017 年全年发行的资产支持证券为样本，应用线性回归方法，对资产支持证券发行利差的影响因素进行分析和实证研究。研究表明，证券级别对利差的影响显著，但基础资产类型、发起机构主体级别以及证券加权平均期限对资产支持证券利差的影响也显著。

查看全文请点击 <http://mp.weixin.qq.com/s/-UiUzPP1zhXIS10thgo8Yw>

（摘自新浪网，联合资信结构融资部供稿，2018 年 4 月 13 日）

[返回目录](#)

政策解读：“一号文”对融资担保机构业务发展影响解读

近日，银保监会下发 1 号文—关于印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度的通知，对国务院令第 683 号《融资担保公司监督管理条例》从经营许可、责任余额计量、资产比例管理及银担合作等方面进行了进一步细化。

根据统计分析，联合评级认为金融担保公司接下来或将出现以下转变：（1）进一步扩充净资产以增加担保总额度以及单笔上限额度。（2）业务方面更倾向于承做 AA 级以上客户，AA-级及以下客户在担保费上或将提高；对于债权投资计划、信托计划、ABS 产品等近年来金融担保公司增长较快的新业务类型因集中度和计入额度的比例的问题或将有所放缓；（3）联保和分保的模式将有望增加；（4）行业集中度有望进一步提高，或将出现地方区域内国有担保企业并购整合做大的情况。

“一号文”的出台，表明监管机构对融资担保机构由以前的粗放式管理逐渐转换为精细化管理，有利于行业规范运营，防范风险。如“一号文”对担保放大倍数和集中度的管理要求，有利于金融担保公司合理控制业务规模，把控业务风险；对资产分级管理有利于提高金融担保公司自身的资产质量，降低投资风险，保障其担保履约能力。联合评级认为，随着“一号文”的全面实施，短期内或将对融资担保公司业务运营造成一定影响，不规范的公司或将退出，行业集中度有所提高，长期来看，将有利于融资担保公司审慎经营，经营结构和业务模式优化，合理投资，提高资产质量等。

查看全文请点击 <http://www.lianhecreditrating.com.cn/News.aspx?m=20140627100730390849&n=20180413185845690510>

（摘自联合评级官网，联合评级金融机构评级部供稿，2018 年 4 月 13 日）

[返回目录](#)

2018 年第一季度短期融资券利差分析报告

2018 年第一季度，共有 106 家企业累计发行短融 117 期，发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA 级，发行规模为 1013.10 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 25% 以上，同比增幅均在 8% 以上。整体来看，AA+ 级仍为短融发行期数和规模最多的主体级别，且短融发行期数和规模向 AA+ 级集中趋势进一步明显。

从短融利率的种类来看，本季度所发短融均采用固定利率发行，且期限均为 365 天，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小幅下行走势大致相同，各级别主体所发短融的发行利率均高于一年期贷款基准利率，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）利率小幅下行走势较为一致，但波动较大。

本季度，受金融强监管因素影响，企业融资环境趋紧，短融发行利差和交易利差整体呈小幅波动上行走势，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比基本均有不同程度扩大。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。

查看全文点击 <http://news.hexun.com/2018-04-16/192841269.html>

（摘自和讯网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 4 月 16 日）

[返回目录](#)

“家美 2018-1” 成功发行，成银行间市场规模最大 RMBS 产品

2018 年 4 月 13 日，由中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）发起的“家美 2018 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”（以下简称“家美 2018-1”）成功发行，发行总额为 142.97 亿元，是截至目前银行间市场商业银行发行的规模最大的个人住房抵押贷款资产支持证券（以下简称“RMBS”）。

“家美 2018-1” 共分三档：优先 A1 级证券规模为 20.00 亿元，占 13.99%，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）给予 AAAsf 级信用等级；优先 A2 级证券规模为 107.40 亿元，占 75.12%，联合资信给予 AAAsf 级信用等级；次级证券规模为 15.57 亿元，占 10.89%，全部由邮储银行自持。优先 A1 级证券本金采用计划摊还方式，优先 A2 级和次级证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。从发行结果上看，

优先 A1 级证券全场倍数为 3.40，发行利率为 5.00%，优先 A2 级证券全场倍数为 1.96，发行利率为 5.20%，发行利率较低，市场对产品认可度较高。

本项目以邮储银行向 67440 户借款人发放的 67440 笔人民币个人住房抵押贷款作为基础资产，总计 142.97 亿元。本项目入池贷款单笔最大未偿本金余额占比 0.02%，借款人分布在 19 个省、直辖市及自治区，单个借款人未偿本金余额占比很小，借款人分散性很好；资产池加权平均现行贷款利率为 4.67%；抵押房屋种类全部为二手房，且全部入池贷款已办理抵押权登记；资产池加权平均贷款价值比为 48.55%，处于较低水平，有利于降低借款人的违约意愿，提高违约后的回收水平。

2017 年全国银行间市场 RMBS 产品发行延续了 2016 年以来的持续增长态势，共公开发行 19 单，全部为商业银行 RMBS，规模达 1707.53 亿元，发行单数和规模较 2016 年均有所提升，分别增加 26.67% 和 62.71%。RMBS 产品的快速发展一方面由于监管政策趋严，导致商业银行表内额度紧张，加之往年业务积压等原因带来房贷需求不减，银行出表需求上升，另一方面，由于宏观调控、资金成本上涨等原因，房贷利率普遍上涨，一定程度上缓解了资产池与证券端利率倒挂现象，较高的贷款利率也促使商业银行有动力通过 RMBS 产品转让低利率资产，加之市场投资者对 RMBS 产品低风险的认可度较高，带动了 RMBS 产品市场的持续发展。2018 年在去杠杆、去通道大背景下，一方面，银行信贷结构调整，企业部门中长期贷款占比上升，房贷投放动力不足，另一方面，受地产调控影响，商业银行房贷额度预计仍将紧张，RMBS 作为商业银行优化资产结构、盘活存量资产的重要手段，或将继续受到商业银行追捧。

查看全文请点击 <http://mp.weixin.qq.com/s/mi9wMGSQLOfSOjB4BWd4ng>

（摘自联合资信微信公众号，联合资信结构融资部供稿，2018 年 4 月 16 日）

[返回目录](#)