

债市聚焦

2017.2.8-2.14

2017 年第 6 期 总第 202 期

政策指南

地产类公司债谨慎放行 多家房企终止发债

证监系统推进 PPP 证券化

中央一号文件提出支持涉农企业上市融资发行债券和兼并重组

项目申报暂停 监管层酝酿私募债新规

市场动向

京沪辽三省份削减上千亿政府债务 利好未来融资

首单银行间市场公募 REITs 将落地

中关村首只“双创债”发行

深交所首单 CMBS 问世：53 亿信达证券益田计划完成发行

不良 ABS 重启将满一年 发起机构或扩容促长规模

国海证券“假章门”告一段落 处置方案获股东会通过

租赁融资新去处 ABS 规模井喷

风险事件

提前还债门已开 先例难成范例

偿债专户缺口达 1.13 亿 “11 豫中小债”信用等级降至 A+

铁岭新城债退市预警 房企资金链隐忧浮现

大机床接连发生两起违约

联合视点

《财资》公布 2016 年度最佳评级机构奖

2016 年债券市场回顾与 2017 年展望

2016 年不良资产支持证券市场运行报告及展望

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

地产类公司债谨慎放行 多家房企终止发债

“正常类”房企也要披露非一二线城市业务占比

2017年2月6日，经过两次预审核，绿城房地产集团（简称“绿城”）在交易所发行的私募债和小公募等公司债仍处于“已反馈”状态。根据第二次反馈意见，上交所关注的重点，一是发行人重新回复第一次反馈意见，说明是否存在房地产企业不得发行公司债券的相关情形，并提供具体依据；二是要求发行人说明房地产业务非一二线城市的占比情况并列明明细，若超过50%，请主承销商对发行人非一、二线城市业务开展情况出具专项核查意见，请受托管理人完善本次债券存续期内针对一二线城市业务开展情况的持续信息披露安排。

目前，交易所对地产类公司债的反馈审核标准主要参考去年10月28日下发的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，该监管函要求对房地产业采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准，将房地产企业划分为正常类、关注类和风险类。该监管函中，只要求对“关注类”房企的非一二线城市业务占比做出进一步披露。具体为：房地产业务非一、二线城市占比超过50%，除应遵循中国证监会和交易所关于房地产企业特殊信息披露要求外，还应约定并细化存续期的持续信息披露安排。

但是，第二次反馈意见回复报告中，除要求进一步说明是否存在房地产企业不得发行公司债券的相关情形外，还要求绿城披露说明房地产业务非一二线城市的占比情况并列明明细。根据首次反馈意见回复报告，绿城属于“正常类”企业，其截至2015年末的一二线城市业务占比为62.69%。这显示，交易所对地产类公司债发行进一步趋紧。

多家房企中止、终止公司债发行

目前，住宅类地产公司债“一刀切”不能发行，商业类地产发债没有完全限制。例如，2016年12月8日，深圳本地房企益田集团终止36亿元小公募债发

行。该公司称，公司系民营非上市房地产企业，且公司未参加中国房地产业协会相关排名，故公司不属于房地产企业申报公司债券的基础范围。

去年 12 月，龙湖地产经过两次“反馈”后，其在上交所申请发行的 40 亿元小公募债券显示为“终止”状态。该小公募债的募集资金扣除发行费用后拟用于调整债务结构、补充流动资金。

截至目前，仍有数家房地产公司在排队准备发行公司债。1 月 24 日，上交所受理青岛海信房地产股份有限公司发行 23 亿元小公募债券，募资资金将不超过 10.50 亿元用于偿还股东借款，其余募集资金用于补充公司营运资金。此外，融创房地产集团申请发行 100 亿元私募债，广州市方圆房地产申请发行 20 亿元私募债，北京永同昌房地产申请发行 28 亿元小公募债。

（摘自 21 世纪经济报道，辛继召，2017 年 2 月 8 日）

[返回目录](#)

证监系统推进 PPP 证券化

证监会和发改委日前曾举办有关 PPP 证券化的有关培训，与此同时证监系统也表示将对 PPP 证券化的推动工作进行积极响应，并采取多项举措推动该项业务发展。监管层有关负责人表示，PPP 证券化需合理安排中介机构的工作结构，并将进一步做好与交易所、基金业协会等会管单位的沟通；与此同时，交易所和基金业协会将各自退出有针对性的推进政策。

响应 2698 号文

监管层提高对 PPP 证券化的重视程度，起于发改委和证监会去年 12 月 21 日联合下发的《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（下称“2698 号文”）。

2698 号文指出，PPP 证券化是保障 PPP 持续健康发展的重要机制，而各省发改部门应大力推动传统基础设施领域的 PPP 证券化项目。在上述培训中，监管层人士透露，早在 2015 年底，有关部门就已经在报告中首次提出资产证券化（下称“ABS”）是解决 PPP 融资的适合途径。

据该人士透露，监管层也曾为 PPP 项目考虑过债券、股权等直接融资方式；然而股权融资存在发行审核周期长、远水难解近渴等问题；而债券融资则有存续

期限短、发行条件弱、偿还期限同项目回报周期不匹配等障碍；最终，ABS 被视为纾解 PPP 融资的关键一步。在 2698 号文中，进入证券化范围的 PPP 项目需要具有严格履行相应的审批程序，签订项目合同；运营 2 年以上并建立投资回报机制；原始权益人信用稳健等诸多要求。

交易所、协会拟专人负责

事实上，PPP 证券化项目也得到了证监会及证监系统的重视和推动。今年 2 月份起，证监系统各部门将启动相应的 PPP 证券化工作安排。例如交易所层面，其要成立 PPP 证券化工作小组，明确专人负责落实相应职责；同时还将明确工作机制、流程和受理反馈安排；此外，还将明确审核、信息披露、存续管理期标准及要求，制定相关业务指南。

而和交易所类似，负责 ABS 备案管理的基金业协会也将落实专人专岗要求，明确备案快速流程，并明确和公开相应的备案要求。此外，基金业协会还将积极研究海外基础设施类 REITS 发展情况，推动类似产品创设；并积极引进证券投资基金、理财资金投资 PPP 证券化项目。对于地方派出机构，其准备同地方发改委共同建立 PPP 的信息共享、信息披露监管、风险监测和风险处置联系机制，加强对 PPP 证券化项目的检查工作，完善合规经营体系。

（摘自 21 世纪经济报道，李维，2017 年 2 月 10 日）

[返回目录](#)

中央一号文件提出支持涉农企业上市融资发行债券和兼并重组

近日发布的中央一号文件明确提出，“支持符合条件的涉农企业上市融资、发行债券、兼并重组”，“深入推进农产品期货、期权市场建设，积极引导涉农企业利用期货、期权管理市场风险，稳步扩大‘保险+期货’试点”。这些表述从股票市场、期货及衍生品市场等方面，指出了资本市场服务“三农”的发展方向。

实际上，随着我国多层次资本市场建设的不断完善，资本市场在拓展涉农企业融资渠道和管理涉农企业经营风险方面，发挥着日益重要的作用。

按照申万一级行业指数分类，目前，A 股市场上农林牧渔板块已有 89 家上市公司。除了 IPO 之外，不少涉农上市公司还通过各种方式增发股票融资，其

中以定向增发方式为主。数据显示，自去年初至今，共有 27 家涉农上市公司实施了定增，非公开发行股票共计 41.59 亿股，实际募资总额 336.90 亿元。不少涉农上市公司通过定增购买优质资产，做大做强主营业务。

以主营饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品的上市公司新希望为例，该公司采用发行股份及支付现金的方式购买本香农业全体股东合计持有的本香农业 70% 股权。公司在公告中表示，本次交易完成后，2016 年 1 月至 5 月份，公司营业收入、营业利润、利润总额等指标均有所上升。

此外，圣农发展、雏鹰农牧、牧原股份 3 家上市公司还面向全国银行间债券市场成员、合格机构投资者发行了超短期融资券、公司债券等，发行规模共计 35 亿元。

（摘自中国经济网，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

项目申报暂停 监管层酝酿私募债新规

监管层已经暂停所有交易所私募债上报审批。券商方面称，“等待监管层发布新的私募债规定。”

申报开始遇阻

上周五监管层叫停了多只正准备备案发行的私募债。至本周一，监管层虽然还没有正式发文或表态要收紧私募债，但是从券商实际业务情况看，申报遇阻，已经不能做了。据了解，此前不久，因发行、交易混乱，监管层曾对区域股权市场的私募债喊“NO”——禁止区域股权市场违规发行私募债。

上周五监管层的举动是针对全市场，换句话说，也就是沪深交易所、区域股权市场等所有的私募债都暂时不能备案、申报了。

针对平台公司？

作为公司债的补充形式之一，私募债自推出以来一直被认为是解决中小企业融资难的一大创新。其 2012 年 5 月开始试点，2013 年后逐渐走向发行高峰期，2015 年 3 月证监会发布的《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》，更是意味着私募债从发行到监管开始完善。

那么，为何此时，监管层突然叫停？券商方面知情人士表示，“可能是针对平台公司”。所谓平台公司，指的是地方政府融资类平台借道中小企业私募债进行变相融资。自 2013 年 6 月首单平台公司私募债面世后，关于监管层叫停平台公司借道私募债的消息就未断过。但因私募债发行主体——中小企业，其本身质量对市场没有多少吸引力，反而是有政府背景的平台公司更容易获得认可，导致平台公司私募债反客为主，一度成为私募债的主要发行人。

隐藏风险太高

监管层暂时不让做私募债，并不全是因为平台公司，更多是因为私募债现在的“运作不合规，隐藏风险太高。”这个不合规主要是指，一方面利率很高，“一个中小公司一年的利润才多少，但是你看看现在发债票面利率多少，基本都在 10% 以上，不过利率不高券商也没有动力做，投资者也没动力买”。另一方面是，一些机构把私募债拿出去层层包装，搞成固收类产品，让投资者买，“这个在业内都是公开的秘密，一旦有违约，券商、担保兜不了底的，风险就会传导到普通投资者身上。目前还不知道监管层具体意见，但应该会有一个堵漏的新规出来。”

（摘自金陵晚报，胡春春，2017 年 2 月 14 日）

[返回目录](#)

市场动向

京沪辽三省份削减上千亿政府债务 利好未来融资

随着地方两会相继收尾，部分省份也借预算报告披露出最新地方政府债务数据，北京、上海、辽宁等省（直辖市）债务削减明显。截至 2016 年底，北京市债务余额约为 3743.46 亿元，2015、2016 两年间削减债务规模约 2635 亿元，上海地方债规模在这两年间削减 1327 亿元；辽宁省 2016 年则削减政府性债务 1692.9 亿元。

三地削减千亿债务

根据《关于北京市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算的报告》，截至 2016

年底，预计北京全市政府债务余额较 2015 年底下降 34.66%。这是北京市政府在 2015 年将政府性债务余额在 2014 年基础上削减 8.81% 之后，再度大幅削减债务。

根据《关于上海市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告》，截至 2016 年底，上海市地方债余额 4485.5 亿元，债务率（负有偿还责任的债务/综合财力）为 38.8%。上海地方债规模自 2014 年底以来连续两年下降，从 2014 年底 5812.5 亿元降至 2016 年底的 4485.5 亿元，两年间削减债务 1327 亿元，债务率（负有偿还责任的债务/综合财力）从 2014 年的 58.1% 降至 2016 年的 38.8%，债务率下降了 20 个百分点。

《关于辽宁省 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告》称，通过组建企业集团、实施政府和社会资本合作（PPP）、处置闲置资产、加强债务还本付息预算管理等措施，辽宁省 2016 年削减政府性债务 1692.9 亿元。初步统计，2016 年末辽宁省地方政府债务余额为 8525.2 亿元。

利好未来融资

根据财政部数据，截至 2015 年末，全国纳入预算管理的地方政府债务 16 万亿元，以国际通用的债务率（债务余额/综合财力）指标衡量，2015 年地方政府债务率为 89.2%，低于国际通行警戒值，地方政府债务风险总体可控。另外，与发生债务危机的国家不同，我国地方政府形成了大量与债务相对应的优质资产作为偿债保障，加上未来一段时期内我国经济将保持中高速增长，也为债务偿还提供了根本保障。

不过，为防范地方政府债务风险，国务院对地方债务实行限额管理，2016 年底地方政府债务余额限额约为 17.2 万亿元，地方举债有了“天花板”，上述三地大幅削减债务，使得实际债务余额远远低于债务限额，这些地方未来融资空间充足。

北京市财政局称，2017 年将加强政府债务管理，包括积极推进政府债务全部纳入预算管理工作，妥善处理存量债务，研究通过发行地方政府债券方式降低重大水利工程及棚户区改造等项目融资成本等。

上海市财政局也将深化推进地方政府举债融资机制改革。具体举措包括，将上海市存量政府债务中可置换部分置换成政府债券，进一步降低政府债务成本。

继续依托上海自贸区的金融创新平台、财政部国债发行系统和财政部上交所政府债券发行系统来发行上海市地方债，有效减轻市区两级政府融资压力。

辽宁省财政厅表示，将加快推进企业集团组建、实施 PPP 项目、处置闲置资产等工作，细化和量化各项工作措施，务求化解存量债务规模取得实效。加强债务预算管理，确保按时足额偿还到期债务本息，切实维护政府信誉。

（摘自第一财经日报，陈益刊，2017 年 2 月 8 日）

[返回目录](#)

首单银行间市场公募 REITs 将落地

2 月 9 日，上海清算所网站公布的“兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金（REIT）资产支持证券”发行材料显示，该产品已获得央行批准发行，据发行计划，将于 2 月 16 日在银行间簿记建档，起息日为 2 月 20 日。这是银行间市场首单公募 REITs，该产品对市场意义较为重大。

据募集说明书，该产品发起机构为安徽新华传媒股份有限公司（下称“安徽新华传媒”），受托人为兴业国际信托，主承销商则为兴业银行；产品发行规模为 5.535 亿元，其中优先 A 级规模为 3.3 亿元，优先 B 级为 2.235 亿元。差额补足方由安徽新华传媒的控股母公司“安徽新华发行集团”担任。

在还款安排上：优先 A 级产品期限 18 年（3+3+3+3+3+3 年），按年等额偿还本息，且每 3 年末设置利率调整机制和投资者回售权，回售价格与优先 A 级资产支持证券面值相同；优先 B 级产品的期限同样为 18 年（3+3+3+3+3+3 年），不同的是：每 3 年末，优先收购权人皖新租赁有权按面值收购非由其持有的优先 B 级证券全部份额，并为此权利按期支付权利维持费。

这两单产品的交易结构本质上差别不大，但因为国内一直缺乏 REITs 的发行管理办法做依据，所以发的产品都只能叫类 REITs。做房地产信托基金（REITs）能不能真正发挥它的活性，主要看两个方面：一是要看面向的投资者是不是够广，二是二级市场流动性如何。

（摘自 21 世纪经济报道，黄斌，2017 年 2 月 9 日）

[返回目录](#)

中关村首只“双创债”发行

北京广厦网络技术股份公司创新创业公司债券“17 广厦债”日前在上交所成功发行，成为中关村首只试点发行的“双创债”债券。

“双创债”是一种专门针对创新创业企业的公司债，2016 年 3 月 8 日由证监会试点推出后，中关村成为首批试点区域。据悉，“双创债”试点初期的目标为拟上市、已经或计划在新三板挂牌的中小企业，重点面向节能环保、新一代信息技术、生物技术、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等战略性新兴产业。相比股权融资，债券融资具备不会分散企业的控制权、可以优化资本结构等优势。但此前，我国“双创”企业从资本市场融资多为股权融资，由于融资规模小、企业信用不足、可抵押担保资产少、承销机构积极性有限等原因，中小企业债券融资一直面临“玻璃门”。

为解决创新创业企业融资“痛点”，“双创债”应运而生。与以往的融资方式相比，“双创债”审核效率高、融资成本低、募集资金用途广泛，此前，国内其他区域已成功发行“双创债”的几家企业大多在一个月左右就完成了资金募集。并且，“双创债”目前对于发行人财务数据并无硬性要求，但发行人必须为创新创业企业，一定程度上打破了企业发债融资门槛较高的局面。

在政策支持方面，证监会相关负责人公开表示，在“双创债”的制度供给方面将建立股债结合相关机制，真正打通传统企业的资本结构。同时，“双创债”还引入了很多目前没有被一般公司债采用的投保措施，并将引导地方政府推出配套措施，建立“双创债”承销机构激励机制。此外，“双创债”将重点在“优质”企业聚集的新三板创新层进行试点。

为推进试点工作顺利进行，中关村管委会、证监会债券部共同设立了中关村双创债和绿色债推进工作小组，搭建由相关券商、银行、担保公司、评级公司、协会等机构组成的服务平台，共同研究推动中关村企业发行双创债和绿色债融资，支持在中关村探索符合科技企业特点的市场化的发债模式。此次发行的“17 广厦债”债券总额为 2500 万元，期限 2 年，票面利率 7.1%。

（摘自北京日报，2017 年 2 月 10 日）

[返回目录](#)

深交所首单 CMBS 问世：53 亿信达证券益田计划完成发行

由信达证券担任主承销商和管理人的“深圳益田假日广场资产支持专项计划（下称‘益田计划’）”日前已完成发行。

益田计划是深交所首单 CMBS 产品、同时也是深圳经济特区商业地产资产证券化第一单产品。所谓 CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券），是 2016 年才在国内资本市场出现的创新类 ABS 项目，主要业务模式是以商业地产为抵押，以相关地产未来收入为偿债来源的资产支持证券产品。

此次发行总规模达 53.01 亿元，其中优先 A 级产品 25.00 亿元，优先 B 级产品 25.36 亿元，次级产品 2.65 亿元。发行项目基础资产所涉及的益田假日广场是深圳经济特区知名的购物中心，位于深圳南山区核心商圈。

事实上，53.01 亿元的发行规模在交易所 ABS 中已经是比较大的规模，而该项目也是管理人信达证券完成 44 亿元规模的 2015 年广州机场高速项目后，在资产证券化领域的又一突破。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

不良 ABS 重启将满一年 发起机构或扩容促长规模

不良资产证券化（下称“不良 ABS”）重启试点将满一年。首轮获批试点的银行在 2016 年顺利完成不良 ABS 试水后，预计 2017 年发起机构将扩容，银行业信贷资产登记流转中心（下称“银登中心”）作为新兴市场也将为发起机构提供更多的发行场所选择。

2016 年 2 月 14 日，央行、发改委等八部委联合印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出“在审慎稳妥的前提下，选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点”。

从重启后的情况来看，据中债登今年 1 月 9 日发布《2016 年资产证券化发展报告》显示，五大行和招行六家试点银行均在 2016 年完成不良 ABS 发行。数据上，六家试点银行先后发行 14 只不良 ABS 产品，总计发行规模 156.10 亿元，占试点额度的 31%。

而在基础资产类别等方面，时隔 8 年后重启的不良 ABS 均存在亮点。具体而言，基础资产涵盖了对公不良贷款、信用卡不良贷款、小微不良贷款、个人住房抵押不良贷款和个人抵押不良贷款等五种类型。其中，除对公不良贷款外，其余类型的不良贷款作为基础资产均是首次在国内资产证券化市场上“亮相”。截至 2017 年 1 月底，已有 6 单产品开始兑付。

展望未来，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）预计，随着不良贷款规模的持续增长，不良 ABS 作为处置不良资产的一种手段，对商业银行及相关发起机构来说具有一定吸引力。

“首轮获批试点的银行在 2016 年顺利完成不良资产证券化的试水后，预计 2017 年发起机构将会扩容，且银登中心作为新兴市场也将为发起机构提供更多的发行场所选择。这些都将进一步促进不良资产证券化业务规模的增长”，联合资信认为。

联合资信同时指出，不良 ABS 基础资产品种有望进一步丰富，零售类不良资产将更受青睐。目前发行的产品中，外部流动性支持机构主要由次级投资者来担任。未来有望探索引入第三方 AAA 级担保机构提供流动性支持。此外，从信用风险来看，预计未来一段时间内发行的不良资产支持证券的安全性仍具有较高的保障。

（摘自蓝鲸财经，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

国海证券“假章门”告一段落 处置方案获股东会通过

13 日晚间，国海证券发布公告称，在 13 日下午举行的 2017 年第一次临时股东大会上，《关于张杨等人伪造公司印章私签债券交易协议事件处置方案的议案》在投票表决中获得通过。

另据《关于张杨等人伪造公司印章私签债券交易协议事件处置方案的议案》，国海证券与涉事机构达成如下处置方案：一是信用债全部由国海承担，共计面值 35.9 亿元。二是部分利率债按比例各自买断，国海买断面值为 87.3 亿元。三是部分利率债由涉事机构继续持有，其投资收益与相关资金成本之差额由国海与涉

事机构共担，此部分共计面值 44.6 亿元。四是个别涉事机构已于 2016 年 12 月 20 日前对相关债券进行处置，形成实际损失的按比例分担，国海分担损失共计约 0.56 亿元。

（摘自中新经纬，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

租赁融资新去处 ABS 规模井喷

当内保外贷渐渐销声匿迹之后，资产证券化（ABS）一跃而起，成为融资租赁公司新的重要融资渠道。2016 年租赁资产证券化市场迈入了千亿级别，一些企业发行规模甚至突破百亿门槛，租赁资产正在成为证券化市场上的常客。

迈入“千亿”门槛

2016 年全年租赁资产证券化全面开花：2016 年有 70 家租赁公司发行了共 123 只租赁资产证券化产品，包括 4 家金融租赁公司、11 家内资试点融资租赁公司和 55 家外资融资租赁公司。君创租赁董事长李思明半开玩笑地说：“现在不在交易所或者银行间市场发个产品，都不好意思跟人家打招呼。”可见融资租赁资产证券化市场的火热。

不仅市场参与者迅速增加，发行规模也迈入千亿级别，累计发行规模 1239.66 亿元，发行总额较 2015 年上涨 115.50%，占全行业资产证券化产品发行规模的 14%。其中有几家公司的发行规模达到了“巨无霸”级别，远东国际租赁和平安国际融资租赁发行规模超过百亿。发行总规模超 50 亿的租赁公司还有聚信国际租赁、汇通信诚租赁、中电投融和租赁。

从发行利率上看，租赁资产 ABS 利率呈现逐步降低的趋势。第一季度租赁 ABS 平均利率为 4.81%，第二季度骤然下降 0.4 个百分点至 4.42%，低于同期 5 年期内贷款基准利率 4.75%。此后发行利率持续下滑，直至第四季度优先级平均利率已低至 4.14%。

其中，金融租赁发行的 ABS 发行利率均较低，由于较好的主体信用，4 家金融租赁公司发行的 4 只租赁 ABS 产品平均利率为 3.36%，显著低于同期融资租赁内资试点企业的 4.72%和外资融资租赁企业的 4.43%。

核心是资产

成立不久的君创租赁也在上交所发行了一期资产支持专项计划。李思明表示，期限在3年以内和4年的利率差别很大，在2~3个百分点左右。之所以出现如此大差别，他认为跟国内金融机构的偏好有关，“国内金融机构更偏向于贷款类，也就是3年内的基础资产，期限更长的证券化产品缺乏市场，投资者不认可。”影响评级从而决定发行利率的另外一个重要因素是股东背景，据李思明介绍，如果有强大的股东背景作为支持，那么一般评级就比较高。

真实出表依然是融资租赁证券化所竭力追求的，但是去年发行的产品中无一实现完全真实出表。李思明认为，这跟国内的评级市场有着密不可分的关系。在发达金融市场上，评级能够实现具体到每单业务和每个人，因此对每一项证券化业务的评级透明度都很高，而在国内显然达不到这一程度，大量资产打包以后，投资人无法识别具体风险，所以出表自然很困难。

但是目前业内同质化竞争太过明显，行业竞争压力很大，融资租赁公司数量上升的同时，质量并未提高，大部分融资租赁公司都无法获得水到渠成的资金来源。因此，即使资产证券化成为融资租赁公司的常规融资渠道，也需要优质的资产做基础，才能获得资本市场的认同。

（摘自民生金融租赁，2017年2月14日）

[返回目录](#)

风险事件

提前还债门已开 先例难成范例

2月7日，“12伊旗城投债”完成本息提前兑付，几度“难产”的城投债券提前偿还事宜首开先例。

业内人士认为，尽管“12伊旗城投债”并未纳入地方政府债务管理，此次提前偿还的资金也非地方政府置换债券资金，但作为我国首单提前偿还的城投债，仍对未来城投债的提前置换具有借鉴意义。

业内预计，在“12伊旗城投债”提前兑付及国办函【2016】88号文（下称“88号文”）的推动下，存量城投债提前置换的情况将逐渐增多。不过，信用

资质较差、兑付价格高于估值是“12 伊旗城投债”得以顺利按照面值提前兑付的关键因素，未来城投债会否大面积按照面值提前兑付仍有不确定性。

“提前还债”出先例

按计划，伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司（本文简称“伊旗城投”）应于 2 月 7 日提前兑付 2012 年伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司市政项目建设债券（简称“12 伊旗城投债”）的全部剩余本金 9.6 亿元并支付从 2016 年 3 月 19 日至 2017 年 2 月 7 日的应计利息。1 月 23 日，伊旗城投发布公告表示持有人会议以 100% 同意的一致意见通过了债券提前偿还议案。“12 伊旗城投债”由此开创了我国城投债券提前偿还的先例，亦为“88 号文”发布以来首只成功提前兑付的城投债。

趋势不可挡 价格是关键

按照财政部 3 年置换目标和“88 号文”的规定，2014 年底之前发行的并被纳入存量政府债务的城投债可能都应在 2017 年底之前完成置换。当然，持有人也可继续选择拒绝置换，但这样会导致该城投债丧失政府隐性担保。同时，对于地方政府而言，相应的地方政府债券额度也会被收回。第一种选择对于地方政府、债权人均较为不利，综合考虑，选择置换大概率将成为趋势。

在“88 号文”还没发布的时候，就有城投债发行人提出要提前还债。2016 年 4 月，北山投资和海南交投几乎同时提出申请提前兑付旗下城投债券“14 宣化北山债”、“14 海南交投 MTN001”，但此后不久，两发行人又双双宣布取消此前关于提前兑付债券拟召开的债券持有人会议。两家城投公司提出要提前还债，凸显出城投类发行人提前还债的动力很足，但这次尝试皆以失败告终，又说明投资人抵触强烈，想要提前还钱并不容易。

面值偿还或非唯一方案

业内人士表示，在“12 伊旗城投债”提前兑付及“88 号文”的推动下，结合财政部 3 年置换目标考虑，预计 2017 年公开发行城投债券提前置换的事件将逐渐增多。考虑到 2015 年之前发行、2017 年底以后到期的城投债中估值低于面值的只有很少一部分，按面提前偿还的案例可能不具大规模可推广性。对于发行主体资质较好的城投债而言，由于其信用风险较低，以面值赎回会导致投资者承受直接损失，大概率不会被接受，债券持有人在前几次提前偿还事件中的表现就

表明了这一点。而政府为保留自身的举债空间，有动力去推动提前置换顺利完成。

因此，对于这部分债券，以估值置换并非不可能。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017 年 2 月 8 日）

[返回目录](#)

偿债专户缺口达 1.13 亿 “11 豫中小债” 信用等级降至 A+

2 月 8 日，第一创业发布了《关于 2011 年河南省中小企业集合债券的风险提示函》，根据深圳证券交易所关于投资者适当性管理的相关规定，目前公众投资者不能买入本期债券，持有本期债券的公众投资者可以将本期债券卖出或持有到期。

根据相关资料，“11 豫中小债”是由河南大用实业有限公司、河南新乡华宇电磁线有限公司、新乡市起重机厂有限公司等共 8 家河南省中小企业，于 2011 年 2 月发行的一期中小企业集合债，发行期限为 6 年，发行总额为人民币 4.9 亿元，票面利率为 7.8%。而在 2014 年 2 月 16 日，本期债券投资者行使回售权后，未回售债券部分总额为 1.38 亿元，兑付日为 2017 年 2 月 16 日。

上述风险提示函显示，截至公告日，本期债券的 8 家发行人中，林州重机集团股份有限公司、河南平原非标股份有限公司、安阳市岷山有色金属有限公司等 3 家发行人已将还本付息资金划入偿债专户；河南大用实业有限公司、南阳普康药业有限公司、开封特耐股份有限公司、河南新乡华宇电磁线有限公司和新乡市起重机厂有限公司等 5 家发行人仍未将还本付息资金划入偿债专户，该 5 家发行人对应的还本付息资金合计约 1.13 亿元。

根据本期债券《募集说明书》的规定，本期债券的统一担保人将在债券存续期限内缴纳债券资金总额的 10%作为偿债风险准备金。

但截至 2 月 8 日，各统一担保人只缴纳了本期债券发行总额 2%的风险准备金，仍未缴纳剩余风险准备金，且为按照约定将 5 家未提前划款至偿债专户的发行入对应的还本付息资金 1.13 亿元划入偿债专户。

（摘自每日经济新闻，张喜威，2017 年 2 月 9 日）

[返回目录](#)

铁岭新城债退市预警 房企资金链隐忧浮现

房企资金链安全问题浮出水面。日前，上市公司铁岭新城发布公告称，如果 2016 年经审计的净利润为负值，将连续两年亏损，“14 铁岭债”将存在暂停上市的风险。

公告披露，根据《深圳证券交易所公司债券上市规则》第 7.1 条的规定，铁岭新城投资控股股份有限公司 2014 年公司债券（债券简称“14 铁岭债”）将存在暂停上市的风险。14 铁岭债将被实施停牌，深圳证券交易所将在停牌后 15 个交易日内做出是否暂停债券上市交易的决定。这笔债务最快在两个月后被暂停上市。

蓝鲸银行频道在铁岭新城 2017 年 1 月 25 日发布的 2016 年度业绩预告中发现，该公司预计 2016 年度经营业绩亏损将扩大至约 25000 万元至 33000 万元，基本每股收益约亏损 0.3~0.4 元。

而对于 2016 年铁岭新城亏损的主要原因，联合信用评级有限公司在“14 铁岭债”暂停上市风险的关注公告中指出，2016 年铁岭新城所在地区房地产市场仍处于去库存过程中，市场正在逐步恢复，报告期内仍未实现土地成交。

有分析认为，“14 铁岭债”案例的出现，对房地产业提出了警示，房企资金链安全问题重新浮出水面。房企在未来 6~9 个月将面临较大的资金问题。

据中原地产统计，2017 年 1 月，房企私募、公司债、中期票据等融资合计仅 133.08 亿元，延续四季度来的低迷状态，同比降幅达 92%。

（摘自蓝鲸传媒，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

大机床接连发生两起违约

大机床日前发布公告称，因触发交叉违约的“16 大机床 SCP002”应于本月 11 日（遇节假日顺延至 13 日）立即到期应付，但未能按期偿付，已构成实质性违约。另据“15 机床 PPN001”主承销商兴业银行透露，“15 机床 PPN001”日前未按期支付利息，构成实质性违约。

因子公司发生银行承兑汇票垫款事项，“16 大机床 SCP002”于 2016 年 11 月 29 日构成交叉违约。后经债券持有人会议审议，此项交叉违约获有条件豁免，大机床须在豁免期内对“16 大机床 SCP002”增加担保或进行赎回，否则“16 大机床 SCP002”将在豁免期届满次日立即到期应付。今年 1 月，针对上述交叉违约事项的豁免期延长至 2017 年 2 月 10 日。

大机床 13 日发布公告称，截至 2 月 10 日日终，该公司仍未就有条件豁免上述交叉违约应提供的任一救济方案办妥法律手续。据相关约定，“16 大机床 SCP002”于 2 月 11 日（遇节假日顺延至 2 月 13 日）立即到期应付，但截至 2 月 13 日日终，该公司未能筹措足额兑付资金，“16 大机床 SCP002”未能按期偿付，已构成实质性违约。

另据兴业银行披露，“15 机床 PPN001”应于 2017 年 2 月 5 日（遇节假日顺延至 2 月 6 日）支付利息，截至当日日终，“15 机床 PPN001”未能按期支付利息，已构成实质性违约。

据统计，截至本月 13 日，大机床旗下已有 6 支债券发生兑付违约事件，其中除“15 机床 CP003”于事后完成兑付之外，其余违约债项的偿付仍未完成。目前大机床发行的尚在存续期内的债券还有 2 支中票和 2 支定向工具，本金总额 18 亿元。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017 年 2 月 14 日）

[返回目录](#)

联合视点

《财资》公布 2016 年度最佳评级机构奖

日前，中国香港《财资》杂志（The Asset）公布了“2016 年度最佳评级机构奖”（The Asset Triple A Rating Agency of the Year Awards 2016）评奖结果。

穆迪获得“2016 年度最佳主权评级机构”、“2016 年度最佳投资级（债券）评级机构”、“2016 年度最佳高收益（债券）评级机构”和“2016 年度最佳结构融资类评级机构”四项大奖。惠誉获得“2016 年度最佳公用事业评级机构”、

“2016 年度最佳金融机构评级机构”、“2016 年度最佳公司评级机构”和“2016 年度最佳项目融资类评级机构”四项大奖。

在我国评级机构中，联合资信评估有限公司继去年获得“2015 年度最佳评级机构”后，今年再度荣获“2016 年度最佳评级机构”奖项，中诚信国际信用评级有限公司荣获“2016 年度最佳结构融资类评级机构”奖项。

另外，印度和马来西亚“2016 年度最佳信用评级机构”奖项分别授予印度信用评级信息服务有限公司（CRISIL）和 RAM 信用信息有限公司，马来西亚评级机构有限公司（MARC）荣获“2016 年度最佳项目融资类评级机构”奖项。

香港《财资》杂志是亚太区知名财经刊物。“AAA 国家大奖”（The Asset Triple A Country Awards）已连续举办 18 年，相关奖项由专业投资者及财经分析员组成的评审团经过严格筛选，从亚洲地区众多参选机构中选出，旨在表彰过去一年业务具有卓越表现的机构，其评比在亚洲乃至国际金融市场享有较高的影响力和权威性。

（摘自金融界，2017 年 2 月 8 日）

[返回目录](#)

2016 年债券市场回顾与 2017 年展望

一、进一步推动债券市场扩容，提升发行便利化水平

2016 年，监管层继续推动债券市场的扩容。12 月，中国银行间市场交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，推动非金融企业有序开展资产证券化，助力企业盘活存量资产，拓宽融资渠道。发行便利化水平得到提升。10 月，上海证券交易所发布新版《上海证券交易所公司债券发行上市业务操作指南》，优化公司债券、企业债券、资产支持证券等债券产品的登记上市（挂牌）流程，提高登记上市（挂牌）效率。

二、继续推进债券市场制度化、规范化，促进债市健康发展

监管层从加强信息披露、业务监管方面进一步推动债券市场的制度化和规范化。今年以来，《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 38 号——公司债券年度报告的内容与格式》、《关于公开发行公司债券的上市公司半年度报

告披露的补充规定》以及《关于进一步做好非公开发行公司债券信息披露相关工作的通知》等文件先后发布，公司债发行人及中介机构信息披露的内容和规则得到进一步细化。

三、绿色债券相关政策相继出台，机制建设逐渐完善

绿色债券相关政策陆续出台。2015年年底以来，央行、发改委、上交所和深交所先后发布了关于绿色债券的发行指引，释放了政策支持绿色债券发行的信号。绿色债券基础设施建设逐渐完善。4月，中国证券业协会下属的中证机构间报价系统就试点开展绿色债券有关事项发布通知，支持绿色债券发行人利用募集资金优化债务结构，鼓励开展绿色债券品种创新，设立绿色债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色债券的发行、转让工作效率。

四、把控发行节奏，完善地方政府债券的发行和风险管理

优化地方债的发行和交易管理。11月，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，该系统的启用有助于更好地服务地方经济建设。进一步加强地方政府债务管理、防范风险。11月，《地方政府性债务风险应急处置预案》发布，进一步明确了地方政府的债务偿还责任和范围，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四个等级，实行分级响应和应急处置，并首次提出“财政重整”计划，此举有利于规范我国地方政府的发债行为。

五、产品创新加速，债券市场直接融资功能得到有效发挥

我国债券市场创新产品频出。12月《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》的印发及2017年1月PPP项目资产证券化座谈会的召开，标志着我国PPP项目资产证券化工作的正式启动。债券产品的创新，进一步丰富了我国债券市场产品体系，同时增强了对创新创业、扶贫、债转股、PPP等工作的投融资服务功能，有利于更有效地发挥债券市场直接融资功能，促进我国经济社会健康发展。

六、优化债券市场定价机制，增强债券流动性

国债收益率曲线得到进一步完善。9月，财政部、央行联合印发《国债做市支持操作规则》，财政部将可在全国银行间债券市场运用随买、随卖等工具，支

持银行间债券市场做市商对新发关键期限国债做市的 market 行为，这对于提高国债二级市场流动性、健全反映市场供求关系的国债收益率曲线具有积极意义。增强债券市场流动性。8 月，交易商协会发布了《银行间债券市场做市业务指引》及《银行间债券市场做市业务评价指标体系》，对做市机构业务进行规范指引，完善做市机构激励约束机制，此举有利于完善价格发现机制、提高债券市场流动性。

七、债券市场进一步开放，市场参与主体和交易品种更加丰富

债券市场对内对外开放力度不断加大，市场参与主体和交易品种更趋多元化。对内方面，2 月，央行出台了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》。对外方面，2 月，央行发布 3 号公告引入更多符合条件的境外机构投资者，同时合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）在外汇管理局总体额度范围内投资银行间市场部分的额度不再受到限制。随着我国债券市场的不断开放以及人民币的国际化发展，债市交易品种更加丰富。上述政策和债券新品种的推出，也将推动我国债券市场的国际化进程。

八、违约事件频发，风控措施陆续出台，投资人保护机制逐渐完善

违约事件明显增加，违约常态化趋势明显。2016 年以来，公募债券市场共 26 只债券发生违约，涉及 15 家违约主体，违约债券只数为 2015 年的近 3 倍。9 月，广西有色金属集团宣告破产，成为银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，这对于打破“刚性兑付”信仰，消除债券市场定价扭曲具有积极意义。在此背景下，监管层陆续出台风险管控措施，防范金融市场系统性风险的发生。

查看全文点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhxx/20170213/146310759.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部夏妍妍、刘艳供稿，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)

2016 年不良资产支持证券市场运行报告及展望

2016 年 2 月 14 日，人民银行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出重启不良资产证券化试点。2016 年 2 月 25 日，工行、建行、中行、农行、交行和招商银行 6 家银行获得首批不良资产证券化试点资格，总额度 500 亿元。2016 年 4 月 19 日，中国银行间市场交易商协会发布《不

良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和配套表格体系，配套文件的发布促使不良资产证券化重启加速推进。2016 年 5 月，中行和招行同时分别发行了一单对公不良资产支持证券和信用卡不良资产支持证券，不良资产证券化时隔八年后正式重启。

一、发行情况

2016 年银行间市场共计发行了 14 单不良资产证券化产品，累计发行规模 156.1 亿元，发起机构涵盖首批试点的 6 家商业银行。从证券端来看，各单产品均采用了优先档和次级档证券的两档分层结构，优先档证券的评级结果均为 AAAsf 级，优先档证券平均占比为 72.32%。各单产品优先档证券加权平均期限区间为 0.13 年至 2.24 年，次级档证券加权平均期限区间为 1 年至 4.24 年，优先档证券发行利率区间为 3%至 4.5%，受年底债市资金面紧张影响，2016 年 12 月发行的部分优先档证券发行利率显著上升。

二、基础资产与回收估值

2016 年发行的 14 单不良资产证券化产品基础资产涵盖了对公不良贷款、信用卡不良贷款、小微不良贷款、个人住房抵押不良贷款和个人抵押不良贷款等五种类型，其中除对公不良贷款外，其余类型不良贷款作为基础资产均是首次亮相国内资产证券化市场。与一般信贷资产证券化项目关注入池资产的信用风险不同，不良资产证券化项目的基础资产为已经违约的贷款，此时对基础资产的关注点是不良贷款的预期回收水平和回收时间，这将对证券的发行规模及各档证券的信用水平起到决定性的作用。根据基础资产类型的不同，评级机构采用不同的回收现金流估值方法。

从回收估值水平看，个人住房抵押不良贷款的回收水平最高，主要源于个人住宅作为抵押物变现能力较强，回收较有保障，且分散性较好，整体回收波动性较小；其次是小微不良贷款及个人抵押不良贷款，抵押物主要为住宅和商铺，住宅作为抵押物变现能力较强，商铺处置难度通常大于个人住宅，且根据商铺所处地区及具体位置不同处置难易程度也不同，所以小微不良贷款及个人抵押不良贷款较个人住房抵押不良贷款回收水平略低；对公不良贷款包括信用类、保证类、抵/质押类贷款，抵/质押物一般为机器设备、土地、厂房等，抵押物处置难度较

大，回收水平一般；信用卡不良贷款作为纯信用类贷款，无抵/质押物作为担保，回收难度较大，且从发生不良到初始起算日的不良账龄对回收水平的影响较大，不良账龄越长，预期回收金额越小，整体回收水平越低。

三、交易结构

1. 优先/次级的两档分层结构。
2. 证券支付频率较低。
3. 设置流动性储备账户或流动性支持机构。
4. 设置贷款服务机构的超额奖励机制。
5. 设置优先档证券利率上浮机制。

四、证券运行表现

截至 2017 年 1 月底，2016 年已发行的 14 单不良资产支持证券中，已有 6 单产品开始兑付。该 6 单产品中，优先级证券利息和本金均兑付正常，其中“和萃 2016-1”优先级证券和次级证券已兑付完毕，其余 5 单均处于优先级证券的兑付期内，证券及资产池回收情况详见表 7。就目前披露的资产池回收情况与预期回收相比，各中介机构的给出的估值相对谨慎。值得注意的是，“和萃 2016-2”发生了触发事件，包括流动性支持触发事件和不合格资产赎回，根据受托机构报告，由于评级机构给予流动性支持机构的主体长期信用等级均低于 AAA 级，从而触发流动性支持触发事件，流动性支持机构已根据《信托合同》的要求将流动性支持款项划入信托账户；在信托生效日，资产池存在 16 笔资产不符合“合格标准”，从而触发不合格资产赎回，赎回的资产池未偿本金余额占初始起算日资产池余额的 1.88%，委托人已支付了全部赎回价款，赎回价格为 887.62 万元。截至目前，已经发行的不良资产支持证券兑付情况良好。

查看全文点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20170213/146310882.shtml>

（摘自中国债券信息网，结构融资部供稿，2017 年 2 月 13 日）

[返回目录](#)