

债市聚焦

2017.8.9-8.15

2017 年第 32 期 总第 228 期

政策指南

发改委推出两个专项债新品种
央行货币政策报告释放三大信号

市场动向

债券通所有权行权及税费安排仍待监管细化
地方债 7 月发行量井喷
银行间市场首单 PPP 资产支持票据发行
今年我国绿色债券发行逼近千亿

风险事件

东北特钢重整计划草案获债权人表决通过
山水水泥延迟支付于 2020 年到期的第四次票据付款
五洋债实质性违约

联合视点

债券市场产品的进一步扩充

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

发改委推出两个专项债新品种

8月9日，为积极发挥企业债券融资对社会领域产业发展的作用和对农村产业融合发展的作用，引导社会资金投入相关领域，国家发改委办公厅印发《社会领域产业专项债券发行指引》（以下简称《发行指引》）和《农村产业融合发展专项债券发行指引》（以下简称《指引》）。

业内人士表示，《指引》和《发行指引》的印发是供给侧结构性改革的配套措施，是应对国内经济发展不平衡的动态调整，应对社会人口老龄化趋势下经济社会的新需求，提供专项债券发行，是为经济结构调整和经济平稳过渡提供金融支持的新举措。

值得关注的是，两项通知均明确指出了各领域适用范围、支持重点、发行条件和审核要求。

其中，《发行指引》指出社会领域产业专项债券包括但不限于以下六种专项债券类型：一是健康产业专项债券；二是养老产业专项债券；三是教育培训产业专项债券；四是文化产业专项债券；五是体育产业专项债券；六是旅游产业专项债券。

农村产业融合发展专项债券方面，《指引》指出重点包括以下六类项目：一是产城融合型农村产业融合发展项目；二是农业内部融合型农村产业融合发展项目；三是产业链延伸型农村产业融合发展项目；四是农业多功能拓展型农村产业融合发展项目；五是新技术渗透型农村产业融合发展项目；六是多业态复合型农村产业融合发展项目。

（摘自凤凰网，2017年8月10日）

[返回目录](#)

央行货币政策报告释放三大信号

8月11日，人民银行公布了《2017年第二季度中国货币政策执行报告》。

此次央行货币政策执行报告透露出的政策思路是：严监管与宽货币的全新政策组合。特别是央行释放出三大政策信号：一、近期将推出新的操作工具，货币市场利率稳定性提高利多长端利率走势；二、同业存单纳入MPA和资管监管逐步推进，存单对长期债券替代作用将有所缓解；三、劳动收入占比下降导致通胀低迷，货币政策保持缓和。

具体来看：第一，拟将同业存单纳入宏观审慎评估同业负债占比指标，并适时考虑推广至全行业全口径，以及对资产管理业务五大风险点的揭示和六大对策的提出，加强对资产管理业务的监管，促进资产管理业务规范健康发展。第二，央行强调M2增速新常态和超额准备金率走低的正常化，表明央行对市场流动性水平较有信心；二季度稳健中性的货币政策得到延续，公开市场操作工具灵活化、精细化的改变将进一步深入，未来货币政策将更显连续和稳定，流动性水平将更加中性平稳。第三，人民币兑美元汇率中间价逆周期因子的引入扭转了贬值预期，人民币阶段性升值，有助于缓解海外紧缩因素对国内债市的冲击，加速了人民币国际化进程，预计将大大减轻中国的资本外流压力，甚至导致资金流向的反转，有助于保持国内流动性充裕，利好国内债市。同时，债券通的启动对于吸收外资、缓解资本外流影响显著，境外投资者的进入会倒逼国内债券市场制度的不断完善并且与国际债市接轨，提高在全球债市的竞争力，利好债市。第四，国内经济向好受外部经济复苏拉动，但随着海外主要央行货币政策转向正常化，劳动收入占比下降带来的消费增长受阻、政治不确定性提高等因素影响，导致通胀低迷。

（摘自华尔街见闻，2017年8月12日）

[返回目录](#)

市场动向

债券通所有权行权及税费安排仍待监管细化

自7月3日启动以来，“债券通”运行至今已满1个月，由于境内外法律环境差异，境外投资者对投资内地资产的实益所有权认定和行权仍有些顾虑。尽管内地监管机构在“沪港通”和“债券通”运行时采取了有效的方式减轻了这种顾虑

虑，但法律人士认为，这也许还能做得更好一些。

专家告诉记者，“债券通”北向初步方案宣布后，境外投资者就对如何行使对其投资的内地银行间债券市场债券的权利十分关注，这一问题的产生“源于境外投资者在境内的账户结构问题”。

依照规定，债券通“北向通”采用名义持有人及多级托管的托管安排。在此模式下，所有“北向通”债券的登记、托管、清算、结算服务由中央国债登记结算有限责任公司、上海清算所和香港金管局债务工具中央结算系统（即 CMU）提供。其中，中债登和上清所均作为最终的中央证券托管机构为“北向通”提供债券登记托管，而 CMU 作为次级托管机构，是“北向通”债券的名义持有人。

名义持有人与实际持有人的区别

在名义持有人账户结构下，境外托管机构（即 CMU）将在中债登和上清所分别开立名义持有人账户，用于记载 CMU 名义持有的全部债券余额。境外投资者通过“北向通”买入的债券应当登记在 CMU 名下，并依法享有债券权益。这种托管方式也正是“北向通”的创新点之一：它让境外投资者可以免去设立境内托管机构的麻烦，更方便的投资内地债市。但在内地的法律体系之下，实际所有权和法律意义上的所有权，也称名义所有权，之间的定义区分相对模糊，因此一些境外投资者会担心在境内的投资是否得到了充分的保护。

期待法规予以明确

针对以上顾虑，央行 6 月明确表示，中国人民银行对于名义持有人和实际权益拥有人的解释，与国际通行规则和“沪港通”、“深港通”中的概念一致。另外，根据《暂行办法》，CMU 作为名义持有人，有权根据境外投资者的决定并以 CMU 的名义行使相关债权人权利；而境外投资者作为实际权益拥有人，须通过 CMU 持有经“北向通”购买的债券并享有相关的债券权益。对于境外投资者行使债权人权利或证明其为债券的实际权益拥有人问题，应当适用香港特区的法律和规则。

相关人士表示，央行以问答形式明确了“债券通”所有权的问题，与此前证监会针对“沪港通”相关问题的处理方式一致。但问答依然是一种‘补丁式’的法规解答，存在一定模糊性，更理性的做法还是将有关问题直接在法规之中加以

明确。另外，对所有权行权的另一需求是在“北向通”债券上设置担保权益。假如境外投资者要对其持有的境内债券做质押，尽管质押可在香港法下进行，但如果存在争议而最终由内地法院介入审理时，一旦对质押的效力认定适用中国法，其效力可能存在瑕疵。因为中国法下债券质押登记生效，但“北向通”下的综合账户结构尚无法支持对单个投资人的债券在境内进行登记。

税费待澄清

就债券通项下的税务问题，即“债券通”投资者是否需要就“北向通”的债券交易负担相应境内税费（如印花税及所得税），相关监管部门至今仍未作出澄清。“业内对相关税务安排的预期是，‘北向通’税务安排可能会参考目前境外机构投资银行间债券市场（CIBM）的安排，但不确定性的存在始终令人放不下心。”相关人士说。

（摘自 21 世纪经济报道，尤丹婷，2017 年 8 月 9 日）

[返回目录](#)

地方债 7 月发行量井喷

地方政府债发行在 7 月份迎来井喷式增长。据统计，7 月份地方政府债发行规模达 8453.08 亿元，较 6 月份增长 65%，同比翻了一番，创下自去年 6 月份以来单月最高，而今年上半年发行量仅为去年同期的一半。业内人士认为，随着国家堵住地方政府违规融资的“后门”，地方债作为融资“前门”，将发挥更大作用。整体来看，在疏堵并重的政策调控下，地方政府整体债务水平将得到控制，内部结构进一步优化。

下半年开启放量模式

上半年，地方债发行量萎缩、利率上行，除了 5 月份同比微增之外，其余月份均大幅下降，上半年发债总规模仅为去年同期的 52%。“今年上半年在金融严监管环境下，市场流动性有所收紧，导致发债速度大幅放缓，不仅是新增债，包括置换债发行也受到影响。”专家表示，“从利差水平来看，上半年地方债和国债的利差最高有 59 个基点，而 7 月份已经降到 40 个基点。”

据统计，新增债方面，2017 年新增地方债限额为 1.87 万亿元，而上半年实

际新增量仅为 0.55 万亿元，不到全年限额的 30%。置换债方面，今年置换债额度或略超 3 万亿元，上半年仅完成 1.31 万亿元，进程未到一半。

由此来看，在全年额度富余的情况下，下半年供给空间较大。“下半年发行情况会好很多，不仅是量上提速，还体现在利差水平上，下半年地方债与国债利差有向下趋缓迹象，将回到正常水平。”业内人士表示。下半年，业内普遍认为地方债发行将放量，利差水平逐步下降。专家预计，下半年地方债发行规模约 2.5 万亿元。根据往年发行经验，三季度发行规模将较大。

债务总量控制，结构逐步完善

“发债量增加并不代表地方政府的负债率上升。”国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富表示：“在规范融资的趋势下，地方政府债务扩张速度会有所减缓，总量上会略有下降，内部将进行结构性的调整。”

近期国家层面不止一次地传递出严控地方政府债务增量、坚决遏制隐性债务的信号，将通过“开前门”、“堵后门”的方式，保障地方政府一般债券和专项债券等正规融资渠道发行，同时严厉查处问责违法违规融资担保行为，包括剥离城投平台政府融资功能等。陈道富解释说，正规渠道的融资额度将会被充分利用，地方政府债的发行量可能会增加。而原本地方政府通过城投、担保等非正规渠道的债务快速扩张机制受到抑制，空间也缩小，债务边际杠杆率会下降。

其实，在今年财政预算中，地方政府的新增专项债券额度已翻倍。而在上半年整体发债规模萎缩的情况下，作为丰富融资“前门”的一种方式，专项债新增发行量逐月提升。今年 7 月份，专项债新增量达 7425.83 亿元，是去年同期的 3.35 倍。相比之下，城投债的发行量明显放缓。7 月份城投债共发行 1793.9 亿，与 6 月份基本持平，同比下降 15.4%。今年前 6 月城投债累计发行量同比下降 56.4%。

随着城投平台逐步剥离政府融资功能，市场对城投债的态度也发生转变。“对于城投债里经营性的项目，我们已经不太碰了。”相关人士表示，对城投债的态度是一分为二的，公益性的项目有政府财政兜底，但非公益项目如果靠本身产生现金流来偿债，收益实在太低，现金流不一定能够覆盖，没有财政支持会很困难。

（摘自上海证券报，金嘉捷，2017 年 8 月 11 日）

[返回目录](#)

银行间市场首单 PPP 资产支持票据发行

8月11日，华夏幸福固安新型城镇化 PPP 资产支持票据成功发行，标志着银行间市场首单 PPP 资产证券化项目正式落地。本期产品分为优先 1、优先 2、次级三档，其中优先级发行利率均为 4.8%，低于市场同期可比收益率水平。

作为首单落地的 PPP 资产支持票据，也是全国首单园区市政服务类 PPP 资产证券化项目，华夏幸福 PPP-ABN 以幸福基业物业服务有限公司作为发起机构，由中信银行、中信证券联席主承销，华润深国投信托作为发行载体管理机构。本期 PPP-ABN 发行金额 2 亿元，以固安新型城镇化 PPP 项目市政物业收费收益权为基础资产。

华夏幸福新型城镇化 PPP 项目是财政部、发改委双入库项目，分别入选财政部第三批国家级示范项目、发改委首批 PPP 项目典型案例库。

（摘自中国证券报，2017 年 8 月 12 日）

[返回目录](#)

今年我国绿色债券发行逼近千亿

随着绿色观念的不断深入和相关政策的快速完善，我国绿色债券市场呈现出跳跃前进态势。最新数据显示，今年以来我国绿色债券发行 57 只，规模高达 948.1 亿元。其中，7 月绿色债券发行 11 只 185.7 亿元，发行只数创绿债市场启动以来月度新高。进入 8 月份，发行势头有增无减。专家预测，下半年我国绿债发行规模较上半年继续加速走高。

8月14日，中国长江三峡集团公司发布 2017 年绿色公司债券（第一期）票面利率公告。统计显示，进入 8 月以来，绿债发行热力不减。8 家公司相继发布发行绿色债券公告。相关研究报告指出，7 月绿色债券发行只数创绿债市场启动以来月度新高，发行规模合计 185.7 亿元，较 6 月增加 73.7 亿元，发行只数同比增加 83%。

“7 月新发绿债包括多个市场首单，中国中投证券-武汉地铁信托受益权一期绿色资产支持专项计划是全国首单轨道交通行业的绿色资产证券化项目；私募

公司债‘G17 丰盛 1’是迄今单笔规模最大的民营企业绿色公司债；‘17 义乌国资 GN001’是全国首单由县级市成功发行的绿色永续债券。”专家表示。

据不完全统计，截至 6 月 30 日，上半年已获批但尚未发行的绿色债券发行主体共 46 家，对应债券发行额度为 1114.93 亿元，市场尚有较大发行空间。随着近期资金面紧张局面的缓解，预计 2017 年下半年绿色债券发行规模较上半年继续加速走高。

（摘自经济参考报，2017 年 8 月 15 日）

[返回目录](#)

风险事件

东北特钢重整计划草案获债权人表决通过

东北特钢集团破产重整工作于 8 月 8 日取得重要进展。在当日上午举行的第二次债权人会议上，重整计划草案获表决通过，待法院批准后即将进入执行阶段。

此次债权人会议由大连市中级人民法院召开，会议采取“一次开会、分组表决”的形式，即东北特钢集团及其下属的大连特殊钢有限责任公司、大连高合金棒线材有限责任公司的所有债权人，按照债权性质设置 9 个组就草案进行表决。同时设置 1 个出资人组对股权调整方案进行表决。

东北特钢集团管理人、审计及资产评估机构围绕债权人普遍关心的审计、评估、重整计划等做出了解释说明，经 1911 家有表决权债权人现场和网络投票表决，重整计划草案一次性通过。

重整计划通过后，债务人或者管理人将向法院提出批准重整计划的申请，法院批准后，重整计划即发生法律效力。

本次重整将东北特钢集团及其下属两家公司作为一个整体进行重整。按照重整计划草案，普通债权人每家 50 万元以下的部分将根据债权人意愿 100% 清偿，超出 50 万元的部分，经营类普通债权人和债券类普通债权人可选择现金按比例清偿或债转股，金融类普通债权人将全部进行债转股。

据管理人负责人、辽宁省国资委副主任徐吉生介绍，东北特钢破产重整最终引入了宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司和本钢板材股份有限公司

两家投资人，共出资 55 亿元，分别持股 43% 和 10%，转股债权人及原股东之一中国东方资产管理股份有限公司合计持股 47%。

（摘自新华社，2017 年 8 月 8 日）

[返回目录](#)

山水水泥延迟支付于 2020 年到期的第四次票据付款

山水水泥发布公告，就有关购买于 2020 年到期的 5 亿美元 7.5 厘优先票据的要约，由于该集团前高级管理层非法占领山东山水物业致使集团出现筹资困难，第四次票据付款将延迟支付。济南市政府正主动鼓励各方以负责任的态度合作、和解和规范解决纠纷。

公告显示，公司将尽快确定第四次票据付款的时间表，将可能于非法占领获解决后进行，及拟于第四次票据付款结清前继续向票据持有人支付票据利息。此外，该公司股份将继续停牌。

（摘自新浪网，2017 年 8 月 11 日）

[返回目录](#)

五洋债实质性违约

14 日晚间，“15 五洋债”及“15 五洋 02”两只小公募债券的受托管理人德邦证券发布公告。公告指出，“15 五洋债”回售部分债券本金和第二年利息的兑付日和付息日为 2017 年 8 月 14 日，截至 8 月 14 日，发行人五洋建设未能完成相应回售资金、付息资金的发放，构成违约。而根据“15 五洋 02”《募集说明书》，两只债券之间存在交叉违约和加速清偿条款，“15 五洋债”的实质性违约也导致了“15 五洋 02”构成违约。

对于两只五洋债的投资者来说，债券最终实质性违约可能并不出乎意料。自 2016 年初，五洋建设各类债券信息披露及兑付工作就出现种种怪象。

此次违约债券的发行人五洋建设集团股份有限公司成立于 1999 年，注册资本 3.766 亿元，注册地址为浙江省绍兴市上虞市，主营业务主要为建筑施工，拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，并拥有多项一级、二级资质。发行人控股股东及实际控制人为陈志樟。

五洋建设于 2015 年 8 月与 9 月公开发行了两只小公募债券（证券简称“15 五洋债”、“15 五洋 02”）并在上交所上市交易，合计发行金额 13.6 亿元。根据募集说明书约定，“15 五洋债”可于 8 月 14 日选择进行回售。根据此前进行的“15 五洋债”回售登记，最终回售申报量为 7.989 亿元，占发行总额的 99.86%。

2016 年 4 月，由于五洋建设存在募集资金使用管理不规范，募集说明书中未决诉讼披露不完整的问题，上交所对其采取了通报批评的纪律处分。

另一方面，尽管上交所反复督促，但五洋建设至今仍未披露 2016 年年报，2017 年至今的财务数据更再无透露。无论是债券受托管理人德邦证券，还是债券持有人，都陷入了对企业资产状况茫然无知的窘境。

种种令人不安的迹象令绝大多数投资者选择要求“15 五洋债”于 8 月 14 日进行回售，而五洋建设则最终没有能够履约。

德邦证券相关负责人告诉记者，从各渠道了解到五洋建设 2016 年 1 至 11 月份报表数据简单情况来看，其总资产和净资产稳定增加，资产端重要科目没有大额变动，负债端银行借款确实有所减少，总体来看发行人当时没有出现资信情况快速恶化的明显迹象。

有资深业内人士表示，五洋债募集之初就提出债券募集资金主要用于偿还银行贷款，由于银行信贷普遍具有足额抵押，在极端情况下清偿顺序优于信用债。但从国内金融市场的发展态势来看，直接融资比重不断提高，从长远考虑，各方应切实保护好信用债投资者合法权益，以便未来能够更好地发挥直接融资工具作用。

（摘自上海证券报，2017 年 8 月 16 日）

[返回目录](#)

联合视点

债券市场产品的进一步扩充

——对《社会领域产业专项债券发行指引》的点评

为积极发挥企业债券融资对社会领域产业发展的作用，拓宽企业融资渠道，近日发改委下发了《社会领域产业专项债券发行指引》（以下简称《发行指引》），

这是自 2015 年以来，发改委陆续下发了城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、双创孵化、配电网建设改造、绿色债券、债转股专项债券、PPP 项目专项债券等 9 个专项债券发行指引之后的又一举措。此次指引在企业债券发行人范围、债券形式、发行流程等方面均具有一定的针对性，与以往专项债券有一定的差别。

1、发债主体信用资质较以往专项债发行企业可能下沉

《发行指引》中明确了社会领域产业专项债券的发行人是市场化运营的公司法人主体，其产业类型包括健康、养老、教育培训、文化、体育、旅游等领域。此类产业门槛相对较低，项目投资总额相对不高，一般企业法人均有机会从事该领域的项目，相较以往停车场、地下综合管廊、双创孵化、PPP 项目等专项债券以城投类企业为主的发行人有较大区别。从 2016 年至今公开市场发行的包括管廊、停车场、养老、双创在内的专项债券共 124 期，涉及发债主体 93 家，其中只有 1 家为非城投类企业，AA+级、AA 级主体占比分别达 14%和 66%，AA-级及以下企业只占 15%。此次社会领域产业专项债券的发行人有可能向 AA 及以下一般企业倾斜。

2、债券条款灵活，有利于企业合理安排债务结构，降低偿债风险

《发行指引》中指出可根据资金回流的具体情况科学设计债券发行方案，支持合理灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。目前市场上已发行的专项债券以 7 年和 10 年期为主，且多数设置了本金分期偿还条款，个别债券附有投资人/发行人回售/赎回等条款（上述 124 期专项债券，债券期限全部为 5 年期（含 5 年）以上，其中 7 年期和 10 年期分别占 65%和 19%，另外有 88%的债券设置了分期还本条款，11%的债券设置了提前赎回等条款）。此次专项债券发债企业除了可参考上述债券条款设置外，还可以针对项目特征，如教育培训、文化创意等项目期限可能相对较短的发行 5 年以内中短期债券。

另外《发行指引》中鼓励发行永续期债券（上述已发行专项债中只有 2 期为永续债券），用于投资回收期较长的项目。一方面发行永续期债券，使得发债企业规避了公司法规定的企业发债总额不得超过企业净资产 40%的规定，扩大了企业融资规模；另一方面使得企业的投入与产出时间相匹配，有利于降低债券的偿还风险。但与此同时，对于信用资质相对较低的企业发行的永续期债券，评级

机构对于债券的信用等级是否还等同于普通债券仍有待研究。

3、增信措施或将成为此类专项债券的必要条件

《发行指引》中鼓励采用第三方担保、抵质押担保以及“债贷组合”的增信方式提升债券的信用水平。从目前已发行的专项债券的担保情况看，由于以城投企业为主要发行人，有担保的债券占 24%，占比不高。但从上述分析可以看出社会领域产业专项债券的发行人信用资质可能较以往的专项债券发行人较低，为了保障债券的顺利发行以及降低债券的信用风险，发改委鼓励对此类债券进行增信。如对于项目建成后有稳定现金流或形成商标权、专利权等无形资产的可以以未来收益权或无形资产进行抵质押，对于此类抵质押担保，其收入的可实现性将直接影响债券的偿还能力，投资人以及评级机构需要对项目相关信息的披露透明度及评估质量的要求更高。对于“债贷组合”，发改委放宽了贷款银行对企业的贷款总额限制（由对单个委贷对象发放的贷款累计余额不超过 1000 万元且不超过小微债募集资金规模的 3%，上升至 5000 万元和 10%），有利于商业银行加强对该类企业的扶持，同时在有银行参与的情况下，投资人可能也更容易参与和投资此类项目。

另外从债券审批流程看，社会领域产业专项债券按照“加快和简化审核类”审核程序，有利于提高债券审核效率，减轻企业融资成本。

总体看，《发行指引》的发布在促进企业多领域投资，开拓企业直接融资渠道、丰富债券市场产品品种等方面都将发挥较好的作用。

（摘自中国债券信息网，公共事业一部供稿，2017 年 8 月 11 日）

[返回目录](#)