

债市聚焦

2017.2.15-2.21

2017 年第 7 期 总第 203 期

政策指南

不良资产证券化试点有望扩容至个别城商行
今年外债规模管理改革 首批试点名单出炉
证监会再次放行房企公司债 或向政策性开发商倾斜
地方政府获准发债支持农村基建
2017 年企业债专项检查启动 4.4 万亿本息兑付风险逐个排查
金砖五国拟设立独立评级机构
多部门全面推进 PPP 资产证券化

市场动向

国开行推出首单大气污染防治专题绿色债券
华夏幸福试水 首单园区 PPP 资产证券化即将开启
“双创债”试点要求多 年利润 5000 万门槛吓退中小企业
1 月房企债券融资暴跌 92% 资金价格明显上行

风险事件

“11 柳化债”存在被暂停上市交易风险和到期回售资金偿付风险

联合视点

2016 年熊猫债券市场研究报告
2016 年度绿色债券市场运行报告
2016 年信贷资产支持证券利差分析及实证研究

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

不良资产证券化试点有望扩容至个别城商行

重启近一年的不良资产证券化试点近期有望进一步扩容。监管层确定的首批不良资产证券化试点银行以国有大行为主，第二批试点银行将扩容至部分大的股份制银行和个别城商行。部分新入围的试点银行已经在储备新的证券化产品，这些证券化产品的基础资产既包括对公不良贷款，也包括个人不良贷款。

据报道，随着我国银行业整体资产质量的持续下滑，此前曾停摆约八年的不良资产证券化于去年初重启。2016年2月，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。去年年内，第一批6家银行共发行14单证券化产品，累计发行额为156.1亿元。“试点扩容之后，总额度应该还在500亿之内。”一位了解情况的业内人士说。

从特点上看，与国有大行相比，部分股份制银行和城商行个人类贷款业务在行内整体业务占比相对较高，个贷类资产近两年不良率增长较快且其处置方式不能像对公不良贷款一样批量转让，因此个贷类不良资产作为基础资产重整为不良资产证券化产品的诉求较高。

（摘自中国证券网，2017年2月15日）

[返回目录](#)

今年外债规模管理改革 首批试点名单出炉

国家发改委昨日称，近期已确定了开发银行、进出口银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行等7家国有银行，中国人寿、中国华融、中国信达等3家非银行金融机构以及华为公司共11家企业作为2017年度外债规模管理改革第一批试点企业。发改委表示，在年度外债规模内，上述11家试点企业可灵活把握发债时机，自主选择发债时间和发债批次，境内外统筹使用外债资金，降低借款成本，提高发债效果。

（摘自上海证券报，王媛、黄蕾，2017年2月15日）

[返回目录](#)

证监会再次放行房企公司债 或向政策性开发商倾斜

2月13日，金隅股份发布公告称，证监会核准公司向合格投资者公开发行公司债券，发行金额不超过40亿元。

证监会要求，金隅股份本次发行公司债券应严格按照报送的募集说明书进行，批复自核准发行之日起24个月内有效。

自去年11月，房企公司债几近全军覆没，鲜有核准。分析人士表示，此次金隅股份公司债核发并不意味着对房企融资政策的放松，未来对于地产企业的资金支持将更多集中在保障房等国家鼓励层面。

政策性住房或是通行证。有资管业人士分析认为，公司债是常规的融资方式，审批层面收紧但不代表不作为，金隅股份的融资或许用于政策性住房开发也不是没可能。

对于资金用途“限制”一说，金隅股份内部人士透露，本次申请发行的公司债用途并未受限制，属正常融资行为。

去年10月，上海证券交易所曾布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，文件提到，“鼓励和支持主要从事保障房建设等符合国家行业政策导向的房地产企业通过发行公司债券为项目建设进行融资。”

有业内人士表示，尽管金隅股份该次募资未限制资金用途，但在金隅股份的业务版图中，保障房、自住房等政策性住房的业务量不容忽视。

（摘自澎湃新闻新闻，2017年2月16日）

[返回目录](#)

地方政府获准发债支持农村基建

国务院办公厅2月17日发布《关于创新农村基础设施投融资体制机制的指导意见》，加快开放社会资本进入农村基础设施建设市场，包括鼓励社会资本设立农村基础设施建设投资基金。允许地方政府发行一般债券支持农村道路建设，加快推进发达地区农村宽带接入市场向民间资本开放等。

《意见》要求构建支持农村基建的多元化投融资新格局，鼓励地方政府和社会资本设立农村基础设施建设投资基金。推动地方融资平台转型改制和市场化融

资，重点向农村基础设施建设倾斜。允许地方政府发行一般债券支持农村道路建设，发行专项债券支持农村供水、污水垃圾处理设施建设，探索发行县级农村基础设施建设项目集合债。支持符合条件的企业发行企业债券用于农村供电、电信设施建设。

（摘自 21 世纪经济报道，2017 年 2 月 18 日）

[返回目录](#)

2017 年企业债专项检查启动 4.4 万亿本息兑付风险逐个排查

据悉，国家发改委已向各省级发改委下发开展 2017 年度企业债券本息兑付风险排查和加强存续期管理有关工作的通知。并且要求将排查情况在本月度上报。

对于小微企业增信集合债券，通知要求各省级发展改革委对辖区内 2013 年以来发行的小微企业增信集合债券情况进行核查，按要求填报《2013 年以来小微企业增信集合债券募集资金委托贷款明细表》，于 2 月 8 日前加盖公章上报。

通知还要求根据小微企业增信集合债券批复文件要求，核查地方政府是否建立募集资金使用监管机制及履职情况；2015 年底以来，资金使用是否符合发改办财金[2015]3127 号文件所附《小微企业增信集合债券发行管理规定》提出的委托贷款对象、委托贷款集中度等要求。若发现募集资金使用和存续期管理中存在不规范行为，及时提出整改要求，并对相关责任方进行惩处。

对于城市地下综合管廊、城市停车场、养老产业、战略性新兴产业、双创孵化、配电网改造和绿色债券等专项债券品种，通知要求各省级发展改革委重点对募集资金使用情况、履行停车场设施及收费权抵质押等承诺情况、拉动有效投资情况、项目建设进度和建设成果等情况进行核查。如发现项目进展缓慢或资金使用不规范的，及时提出整改要求，并对相关责任方进行惩处。

通知针对项目收益债券的笔墨最多，核查内容涵盖方方面面，从募集资金到信息披露事无巨细都要核查到位。

仅募集资金，就要核查募集资金是否按要求用于项目建设；项目建设进度是否按报批材料如期开工、实施建设；项目资本金是否按项目实施进度计划足额及

时到位；项目业已形成的资产或收益权是否按要求向债权代理人办理抵质押手续。

此外还要核查发行人及相关方是否按要求在银行设置募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户；三个账户内闲置资金使用情况是否合法合规；存续期内会计师事务所是否对募集资金使用情况、项目收入归集情况进行专项审计，对审计发现的违反募集说明书披露内容和相关协议约定行为是否及时进行报告等。

（摘自国际金融报，2017年2月17日）

[返回目录](#)

金砖五国拟设立独立评级机构

2017年2月13日，肯尼亚主要财经媒体《商业日报》发表文章，简要介绍了金砖五国讨论设立独立评级机构。

文章称，讨论设立独立评级机构的原因是当今世界三大评级机构的评价标准主要由发达国家制定，对于发展中国家和新兴市场的评价存在政治偏见，招致各方不满。对于三大评级机构现在采用的“发行者支付模式”（Issuer Pay Model），业界人士也提出异议，认为该模式存在利益倾向的弊病。

设立独立评级机构的想法是在2015年金砖五国乌法峰会上首次提出，随后在《果阿宣言》中进一步加以确认。目前，金砖五国集团已召集金融专家对拟设立的评级机构采取的商业模式和相关算法进行讨论。

虽然，金砖五国设立独立评级机构看上去可以规避政治不公平等负面影响，但也是困难重重。目前，三大评级机构掌握了全世界90%以上的评级业务，成立新机构并非易事，即使成立，所需时间可能是几年或几十年。总体而言，分析人士称设立金砖五国独立的评级机构道阻且长。

（摘自中国日报网，2017年2月17日）

[返回目录](#)

多部门全面推进 PPP 资产证券化

PPP 资产证券化渐行渐近。根据此前发布的时间表，2月17日是各省级发

改委将推荐项目报送国家发改委的最后期限，《经济参考报》记者从业内获悉，相关企业热情高涨。与此同时，相关部门和机构也在积极推动 PPP 资产证券化。

根据此前证监会与国家发改委联合发布的《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》（以下简称《通知》）要求，2017 年 2 月 17 日前，各省级发改委将推荐一至三个资产证券化项目报送国家发改委，《通知》框架下的首批 PPP 资产证券化产品将从中产生。证监会将与发改委加强合作，充分依托资本市场，积极推进符合条件的 PPP 项目通过资产证券化方式实现市场化融资，优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化。

“很多企业都在积极争取参与，热情高涨。”一位参与相关工作的业内人士向《经济参考报》记者透露，“不过，现在大家有所顾虑，主要在于首批资产证券化存在指定重点领域，企业担心如果不在重点支持领域内，是否申报难度会加大。”

据了解，相关部门和机构均在积极推动 PPP 资产证券化。证监会在日前发布的“对十二届全国人大第四次会议第 6127 号建议的答复”中表示，下一步证监会和国家发改委将建立完善沟通协作机制，协调相关单位明确工作流程，共同培育和积极引进多元化投资者，切实落实好相关要求，推动 PPP 项目资产证券化发展，盘活 PPP 项目存量资产，保障 PPP 项目持续健康发展。

2 月 17 日，上交所、深交所均就推进 PPP 项目资产证券化业务有关事项发布通知，成立 PPP 项目资产证券化工作小组，实行“即报即审、专人专岗负责”，积极推进符合条件的项目通过资产证券化方式实现市场化融资。

（摘自经济参考报，2017 年 2 月 20 日）

[返回目录](#)

市场动向

国开行推出首单大气污染防治专题绿色债券

国家开发银行将于 2 月 21 日在全国银行间债券市场发行以大气污染防治为

主题的首期 50 亿元绿色金融债券，这是国开行践行绿色发展理念、服务国家绿色发展战略、助力供给侧结构性改革的创新实践。

据介绍，该债券为 5 年期固定利率品种，以中国人民银行债券发行系统公开招标方式发行，后续将在额度内连续增发，并将推出面向个人零售的柜台绿色金融债券。本期债券将是首单采用预发行模式的绿色债券，市场投资人可在发行前 3 个工作日内通过银行间债券市场本币交易系统开展预发行交易，提前实现交易及定价。

该债券以大气污染防治为主题，包括节能、清洁交通、清洁能源三个类别，共 9 个项目，预计可量化减排量 13.7 万吨二氧化碳、591.5 吨悬浮颗粒物、1584.5 吨二氧化硫、351.5 吨氮氧化物，节能 5935.8 吨标准煤，节水 70.3 万吨。本期债券支持的杨碱厂村等农村地区采暖“煤改电”工程实施后，将直接有效减少京津冀周边农村冬季 PM2.5 等污染物排放量。

（摘自金融时报，周萃，2017 年 2 月 15 日）

[返回目录](#)

华夏幸福试水 首单园区 PPP 资产证券化即将开启

2 月 15 日，华夏幸福发布公告，其下属全资子公司三浦威特园区建设发展有限公司（以下简称“三浦威特”），拟通过合格证券公司或基金子公司，设立资产支持专项计划，发行资产支持证券进行融资。本次拟发行的资产支持证券中，以三浦威特于特定期间内为固安工业园区新型城镇化项目提供服务而取得的政府付费收入为基础资产，发行规模不超过人民币 80 亿元，其中优先级资产支持证券面向合格投资者发行，规模不超过人民币 76 亿元；次级资产支持证券由华夏幸福或三浦威特认购。同时，华夏幸福下属全资子公司固安九通基业公用事业有限公司（以下简称“固安九通”），以固安九通于特定期间内为固安 PPP 项目提供供热等公用事业服务而取得使用者付费收入的收益权为基础资产发行资产支持证券，发行总规模不超过人民币 20 亿元（含），其中优先级资产支持证券面向合格投资者发行，规模不超过人民币 19 亿元；次级资产支持证券由华夏幸福或固安九通认购。

园区 PPP 项目，一般项目前期投入资金量较大，但园区项目进入良性运营期后一般具有稳定现金流。稳定现金流的存在，是操作任何一个资产证券化项目的基础和前提。华夏幸福作为园区开发的领头企业，切合自身需求，及时响应政策，并称本次发行资产支持证券有利于开拓公司融资渠道，盘活 PPP 项目存量资产，提高资产的流动性，增强现金流的稳定性，提高公司资产使用效率。

（摘自搜狐融资，2017 年 2 月 15 日）

[返回目录](#)

“双创债”试点要求多 年利润 5000 万门槛吓退中小企业

为贯彻落实国家创新驱动发展战略，推进大众创业万众创新，更好地服务供给侧结构性改革，去年年中证监会大力推出创新创业债试点（简称“双创债”）。

2016 年 10 月，东吴证券初尝“螃蟹”，连做三单双创债，就此拉开券商参与双创债业务的大幕。

不过，记者调查发现，券商在进行双创债业务过程中，由于种种“隐性要求”，双创债难让真正有需求的中小企业获得债券融资支持。

“谈的几家券商中，浙商证券甚至要求发债方年净利润必须达到 5000 万元，这个别说是对一般中小企业了，就是对我们新三板创新层企业，也是很高的门槛。”某董事长说。

随后，记者向浙商证券投行部人士求证，该人士未直接回应，只表示“私底下找项目的时候，肯定会提出一些要求。”

对三板市场颇有研究的南北天地董秘崔彦军则向记者透露，目前已经或正在尝试做双创债业务的券商，如东吴证券、浙商证券、中信建投等，对发债方提的要求都比较高。崔彦军解释，目前双创债的利率基本上都在 7 个百分点以上，去年发的几单甚至都在 8 个百分点以上，加上券商的费用，成本基本要达到 10 个点。

“这样的资金成本，企业不如找银行。而按照目前券商对发债主体提出的要求，既然公司能达到年净利润 5000 万的水平，怎么可能找不到银行融资呢。监管层推双创债的目的是为了和银行等其他渠道融资形成互补，但现在看并没有形成实质的效果。”崔彦军对记者说。

对于来自中小企业的意见，券商方面则表示“很无奈”。东吴证券一位项目人士直言，监管越来越严，管理层一直强调要注意风险，所以在做项目时自然就会去选择质量好的公司。“如果公司业绩不行，做了债券，或者做了其他融资业务，一旦违约，券商就要兜底，所以我们必然会对发债方提出一些要求。”

不过他补充，“我们也不提倡过分设置门槛，因为毕竟双创债是为了支持中小企业发展，应该是在风险可控的前提下，让更多中小企业享受政策债的红利。”

（摘自金陵晚报，胡春春，2017年2月17日）

[返回目录](#)

1月房企债券融资暴跌92% 资金价格明显上行

2017年1月，全国房企包括私募债、公司债、中期票据等的融资合计仅133.08亿元，延续了去年4季度来的低迷状态。相比2016年1月同期，下调幅度达到了92%。资金价格也出现了明显的上行趋势。

2016年，房企包括私募债、公司债、中期票据等的融资刷新了历史纪录，中原地产研究中心统计数据显示：合计全年融资额度达到了11376.7亿元，这也是历史上首次突破1万亿元的年份。同比同口径上涨幅度达到了26%。但从10月调控以后看，房企的债券融资难度明显加大：去年12月，合计房企债券融资仅126.7亿元，这是最近一年来的最低点。

从去年四季度看，楼市调控后，合计3个月，房企债券融资仅1100亿元，相比3季度的3480.7亿元下调了68.4%。从资金价格看，去年12月来发行的债券利率均在4.2-5.5%之间，整体看，相比去年9月前4%均有所上行。从趋势看，房企融资的总量在减少，而资金价格上行已经成为趋势。整体看，融资难度明显加大。

中原地产研究中心分析认为：首先，从资金成本看，支持2016年房地产市场爆发的主要原因是房企的各种渠道低价格资金，债券是其中价格最低的资金来源，最近2个月发债难度加大，对房企来说将明显提高资金价格。

其次，房企的资金压力加大，整体看，海外融资难度越来越大，一旦内地债券融资压力增加，将明显增加房企资金压力。

第三，从各地楼市调控看，预计房企的资金还会受到后续的压力，这种情况下，发债等渠道还有可能继续收紧，对房企来说，未来 6-9 个月很可能会面临越来越大的资金问题，所以也要求房企加快销售回笼资金。

（摘自上海金融报，王懿，2017 年 2 月 17 日）

[返回目录](#)

风险事件

“11 柳化债”存在被暂停上市交易风险和到期回售资金偿付风险

柳州化工股份有限公司于 2012 年 3 月 27 日公开发行了 5.1 亿元公司债券，期限为 7 年期，附第 5 年末(2017 年 3 月 27 日)发行人上调票面利率选择权(1-100 个基点)及投资者回售选择权。2017 年 1 月 21 日，公司披露了《柳化股份 2016 年年度业绩预亏公告》，经公司财务部门初步测算，预计公司 2016 年度归属于上市公司股东的净利润仍为负值。若公司 2016 年度经审计的归属于上市公司股东的净利润为负值，则公司最近将出现二年连续亏损的情况，根据有关规定，11 柳化债将在公司 2016 年年度报告披露后被暂停上市交易。

公司 2015 年、2016 年经营业绩均出现大额亏损，目前公司所处行业仍然低迷，公司经营未有明显向好迹象，公司融资仍然十分困难，资金非常紧张，而 11 柳化债将于 2017 年 3 月 27 日面临投资者回售，尽管公司正在积极筹措资金，但截至目前回售资金尚未落实到位。同时，11 柳化债虽然有公司控股股东柳化集团承担连带责任保证担保，但柳化集团目前经营状况很差，债务负担非常重，已连续出现因债务违约而涉诉的情况，所持公司股票已被多次司法强制划转，目前其持有公司股票的数量仅为 38892617 股，占公司总股本的比例为 9.74%，且这些股票均已被司法冻结或轮候冻结，正面临失去控制权的风险，因而其为 11 柳化债提供担保的能力很弱。因此，11 柳化债存在到期回售资金偿付风险。

（摘自新浪财经，2017 年 2 月 15 日）

[返回目录](#)

联合视点

2016 年熊猫债券市场研究报告

一、熊猫债券发行市场环境

熊猫债券相关政策逐步放松，但仍待进一步完善。整体看，我国的熊猫债券市场还处于起步阶段，对熊猫债券的监管政策正在逐步放开，但仍待进一步完善。国内融资成本下行，增强了熊猫债券对境外发行主体的吸引力。人民币国际化程度和债券市场对外开放程度不断提高均促进了熊猫债券市场的发展。点心债走势低迷，为熊猫债券发展提供良机。

二、熊猫债券发行市场分析

我国熊猫债券市场发展已超过 10 年时间，但发展比较缓慢，直到近两年才实现快速发展。2016 年度（本年度），我国债券市场共有 29 家主体累计发行熊猫债券 62 期，发行总额为 1274.40 亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比增幅均在 260% 以上。2016 年熊猫债券发行量增幅较大主要受监管政策进一步放松、国内融资成本保持低位及人民币国际化进程加快等因素的影响。

从熊猫债券发行市场来看，本年度我国银行间债券市场共发行熊猫债券 20 期，发行总额为 476.00 亿元；交易所债券市场共发行熊猫债券 42 期，发行总额为 798.40 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例均超 60%。熊猫债券发行主体类型日渐多元，仍以非金融企业为主；发行主体以中资背景企业为主；熊猫债券类型多元，发行期限和规模较集中；AAA 级熊猫债券占比较高；熊猫债券发行利率较上年小幅下降。

三、2017 年熊猫债券市场展望

随着我国与“一带一路”沿线国家的政治经济金融合作不断加深，以及监管层对沿线国家发行人发行熊猫债券的鼓励和支持，这将有利于吸引更多的外国政府或企业发行熊猫债券。

人民币国际化程度的提高和资产多元化配置需求的增长，也将有助于我国熊猫债券市场的进一步发展。熊猫债券市场的发展需伴随着债券市场的对外开放。近年来，我国债券市场在发行端、投资端以及政策方面的对外开放均取得一定进

展，但仍存在境外人民币资产规模有限、发行成本相对较高、汇率稳定性有待提升、相关配套基础设施及政策有待完善等一系列问题，这在一定程度上阻碍了债券市场的开放进程以及熊猫债券市场的发展。随着这些问题的逐步解决以及人民币国际化、自贸区金融对外开放等国家战略的实施，我国债券市场未来开放空间仍然很大，熊猫债券市场也具有较大的增长潜力。

综上所述，联合资信预计，在“一带一路”战略不断深入，熊猫债券相关监管政策的不断完善，以及人民币国际化的推动下，2017年熊猫债券发行量将保持增长。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170215/146330342.shtml>

（摘自中国债券信息网，主权部程泽宇、李为峰、余雷供稿，2017年2月15日）

[返回目录](#)

2016 年度绿色债券市场运行报告

——我国绿债发展驶入“快车道”，相关机制进一步完善

2016年，国际绿色债券发行规模增长近一倍，企业和商业银行逐渐取代多边银行成为绿色债券的主要发行主体，绿色债券发行人种类不断丰富。我国绿色债券市场呈现快速发展趋势，其中商业银行绿色债券发行规模最大，企业绿色债券发行期数最多，募集资金主要投向清洁能源和污染防治，并且八成以上的绿色债券进行了第三方评估认证，新发绿色债券显现出一定的成本优势。展望2017，国际绿色债券发行量有望积极保持增长，我国绿色债券市场将进一步发展和完善。

一、2016年国际绿色债券发行规模增长近一倍

根据CBI数据，截至2016年5月31日，国际绿色债券存续规模达到1180亿美元，较2015年同期增长近一倍。从存续债券的信用等级分布来看，绿色债券的级别以投资级为主，占比为82%，其中AAA级的占比最高（43%），而投机级的债券占比仅为4%，另有14%的无评级债券。从债券的期限来看，期限在5~10年的债券规模最大，约占存续绿色债券的一半，其次为3~5年和10年以上债券。从存续债券币种来看，国际绿色债券涉及的币种约25种，其中美元和欧元仍然占据主导地位，而以人民币发行的绿色债券出现明显增长。从募集资金用

途来看，国际绿色债券的资金用途较为广泛，投向领域以能源和建筑与工业为主，在资金总规模中的占比约为 42% 和 24%。从第三方认证评估来看，约有 60% 左右的绿色债券经过了第三方认证评估。

二、2016 年我国绿色债券市场呈现快速发展趋势

在我国有关绿色债券政策和环境保护政策逐步完善以及环保意识不断提升的背景下，2016 年，我国绿色债券市场快速发展，绿色债券共计发行 53 期，发行规模达 2052.31 亿元。此外，境内发行人在境外合计发行 3 期、39 亿美元的绿色债券。2016 年我国新发绿色债券进呈现如下特征：

商业银行绿色债券发行规模最大，企业绿色债券发行期数最多；募集资金主要投向清洁能源和污染防治；八成以上绿色债券进行了第三方评估认证；债券期限以 3 年期与 5 年期为主，基本符合绿色项目中长期筹资特性；绿色债券信用资质较好，信用评级主要分布在 AA+ 级（含）以上；发行主体行业分布广泛，以国有企业为主；绿色债券发行主体地域涉及较为广泛；绿色债券发行成本优势初步显现；银行间债券市场是主要发行场所，交易所市场发展前景广阔。

三、国内外绿色债券市场仍然存在差异性

2016 年，我国绿色债券市场发展迅速，已成为全球最大的绿色债券市场。与国际绿色债券市场相比，我国绿色债券级别分布与国际绿色债券市场大致相同；尽管我国绿色债券与国际绿色债券的募集资金投向均是能源，但我国绿色债券资金投向的能源包含清洁煤炭，而国际绿色债券适用范围不包括与化石燃料有关的项目；我国绿色债券的平均发行期限（约为 4 年）低于国际绿色债券的平均期限（6.8 年），预计随着绿色债券市场的发展成熟，我国绿色债券的平均发行期限会有所增长；绿色债券中经过第三方认证评估的占比（86.79%）高于国际绿色债券市场（约 60%），可能是由于我国绿色债券处于监管推动的发展初期，央行、上交所和深交均明确指出鼓励绿色债券进行第三方认证评估；与国际绿色债券未有明显成本优势的情况不同，我国绿色债券的发行成本显现出一定优势，但该结果可能会受到我国绿色债券发展初期发行企业类型较为集中等因素影响。另外，相较国际绿色债券市场“自下而上”的发展方式，我国绿色债券市场是在监管机构及相关政策的推动下发展起来的，但目前我国绿色债券信息披露原则和内

容还未统一和标准化，第三方认证评估体系和方法缺乏规范性和统一性，相关配套政策仍需完善。

四、2017 年绿色债券市场将进一步发展和完善

展望 2017，国际市场方面，绿色债券发行量有望继续保持增长态势，企业和商业银行将逐渐成为绿色债券的主要发行人。随着中国绿色债券市场的发展，中国将在全球绿色债券市场发挥更大的作用，推动国际绿色债券市场的发展。

国内市场方面，预计 2017 年绿色债券市场会进一步发展和完善，主要体现在以下几个方面：一是绿色债券界定标准有望逐步统一，相关配套制度将进一步健全。二是绿色债券发行量保持增长态势，发行企业性质、地区等或将呈现多元化发展趋势。三是培育绿色债券投资者，从投资端带动绿色债券发展。一方面，在我国环境污染问题逐渐显现的背景下，投资者环保意识不断提高，绿色投资需求不断增加；另一方面，伴随着第三方认证体系的逐步完善，政策激励措施有望出台，从而培养投资者对绿色债券的投资偏好，鼓励更多的“非绿色投资者”加入“绿色投资者”的行列。绿色投资者的增多有助于从投资端推动绿色债券发行。查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170217/146345948.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部刘艳、林青、郝帅供稿，2017 年 2 月 17 日）

[返回目录](#)

2016 年信贷资产支持证券利差分析及实证研究

一、2016 年信贷资产支持证券利差概况

2016 年银行间市场上共有 64 家发起机构发起了资产证券化产品，共计 108 单，产品类型包括公司贷款资产支持证券（以下简称“CLO”）、个人住房抵押贷款资产支持证券（以下简称“RMBS”）、个人汽车贷款资产支持证券（以下简称“车贷 ABS”）、不良贷款资产支持证券（以下简称“NPAS”）等。除去未予评级的次级档证券，共包含 235 支资产支持证券，加权平均期限分布在 1 年内至 16 年不等，评级分布在 A_{sf}-至 AAA_{sf} 之间。本文所谓利差是指发行利差，即在资产支持证券的发行结果公告日，公告的发行利率与同期限国债到期收益率估值之间的差额，反映了在特定市场环境下资产支持证券的风险溢价水平。

2016 年银行间市场上发行的有评级的 235 支信贷资产支持证券的利差均值为 123.11bp，标准差为 42.54bp，分别较 2015 年下降了 51.83bp 和 17.34bp，一方面是由于 2016 年大部分时间债市行情良好，市场资金可能更多的流向高等级信用债，从而带来高等级信用债的信用利差收窄，而已发行且有评级的信贷资产支持证券中有约 75% 获得 AAsf 级及以上评级；另一方面表明市场对资产支持证券的认可度有所提升。

二、证券级别对利差的影响

证券级别越高说明评级机构判断其违约风险越小，因此高评级的证券应较低评级的证券有更小的利差。从利差均值来看，证券级别越高则利差越低，市场数据与理论预期一致，其中 AAAsf 级证券利差均值最低，较 2015 年下降 41.26bp。部分级别证券的利差均值小于更高级别证券，应是样本量较少所致。变异系数方面，AAAsf 级证券的变异系数最大，原因可能是因为 AAAsf 级证券样本个数最多，样本包含了所有基础资产类型，而目前市场对于不同基础资产类型的资产支持证券的风险判断不同，从而与其他级别相比，AAAsf 级证券的发行利差表现出更大的波动。

三、基础资产类型对利差的影响

NPAS 作为时隔八年之后重新推出的产品类型，其利差均值最大，变异系数较低，说明市场现阶段普遍对该产品 AAAsf 级优先档证券要求更高的新产品溢价和风险溢价。RMBS、车贷 ABS、消费贷 ABS 等个贷类 ABS 产品的利差均值较低，说明市场对个贷类产品认可程度较高，其中 RMBS 的利差均值最低。这也一定程度上印证了 AAsf+级和 AAsf 级证券利差很接近是由于二者包含的产品类型分布有较大差异，即 AAsf 级证券中占比更高的 RMBS 更受市场认可，从而拉低了该级别的利差均值。

四、证券加权平均期限对利差的影响

加权平均期限越长则利差倾向于越低。进一步在 RMBS 和非 RMBS 两组 AAAsf 级证券中，分别进行利差对加权平均期限的回归分析，结果表明加权平均期限对利差的影响均不显著。上述现象可能由于样本量较少、样本期限过于集中以及产品类型差异等原因所致。

五、发起机构主体级别对利差的影响

2016年银行间市场上发起过资产支持证券的64家发起机构中有54家在其资产证券化产品完成发行前有外部主体级别，主体级别分布在A+至AAA之间，共涉及212支证券。由回归结果可知，发起机构的主体级别是否为AAA级对利差的影响显著。这说明现阶段市场更为认可AAA级主体发起的资产证券化产品。这也一定程度上解释了RMBS产品利差低于车贷ABS的原因，即RMBS中发起机构主体级别为AAA的占比更高，从而拉低了该组整体利差水平。但上述结论可能受限于目前非AAA发起机构发起的资产支持证券样本量较少。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170217/146347617.shtml>

（摘自中国债券信息网，结构融资部王欢、李泽供稿，2017年2月17日）

[返回目录](#)