

# 债市聚焦

2016.12.7-12.13

2016 年第 48 期 总第 194 期

## 政策指南

发改委官员：应构建 PPP 多元化退出机制  
债券质押式回购交易结算风控指引发布  
非金融企业资产支持票据指引发布

## 市场动向

明年预计有 5.5 万亿元实际到期债券 债市信用风险增加须严防  
发行规模最大的 CMBS 落地 获超额 3 倍认购  
上海市政府试水首单自贸区债券 中国第三个债券市场诞生  
俄罗斯将发行首只人民币债券 俄企排队等待认购  
停车场建设进入加速期 将带动专项债融资需求  
人民币汇率波动 香港点心债市场半冰封  
“13 临海债”提前还本付息日 暗藏玄机  
规模最大租赁 ABS 夭折 招银金租取消发行 56.36 亿

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](http://www.lhratings.com)

## 政策指南

### 发改委官员：应构建 PPP 多元化退出机制

12月7日，国家发改委投资司副司长韩志峰在2016（第十届）固废战略论坛上表示，应构建PPP多元化退出机制，盘活存量项目。

谈及具体的渠道，韩志峰建议说，应加强PPP项目与资本市场深化和发展相结合，依托各类产权、股权交易市场，通过股权转让、资产证券化等方式，丰富PPP项目投资退出渠道，同时提高PPP项目收费权等未来收益变现能力。

此外，截至2016年7月末，发改委前两批PPP项目总签约率为35.1%，已签约项目投资规模超万亿元，签约项目主要集中在市政设施、交通设施等基础设施领域和学校、医院、体育等公共服务领域。

（摘自中国证券网，李苑，2016年12月7日）

[返回目录](#)

### 债券质押式回购交易结算风控指引发布

上交所、深交所、中国结算日前发布《债券质押式回购交易结算风险控制指引》（以下简称“指引”），进一步明确投资者准入和标准券使用率、回购杠杆、入库集中度等风控指标要求，构建全方位、立体有效的债券回购风险管理体系。其中，个人投资者应自即日起12个月内了结全部融资回购交易。

《指引》从标准券使用率、回购未到期金额与托管量占比，AA、AA+级债券入库集中度等三个主要方面，对回购融资主体的风险进行监测和管理，包括规定证券公司经纪客户标准券使用率不得超过90%，回购未到期金额与债券托管量的比例不得高于80%，AA、AA+级信用债入库集中度不得超过10%。

《指引》按照经纪、托管、自营三种交易结算模式，分别对各交易参与者、结算参与者以及融资主体开展融资回购业务提出了明确的风控管理要求。为避免市场不利影响，为相关市场主体留足业务调整时间，《指引》实施将采取“新老划断”和“过渡期安排”。

过渡期具体安排为，要求个人需在 12 个月内了结全部融资回购交易，期间不得增加融资回购交易未到期余额；交易所未到期回购余额/证券账户中债券托管量超过 80% 的融资主体，要求其在 6 个月内调整至 80% 以内，期间回购融资主体不得增加融资回购交易未到期金额；不符合单只信用债入库集中度要求的融资主体，要求其在 8 个月内降至 15%，12 个月内降至 10%，在调整至符合规定前，回购融资主体不得以该债券新增入库。

新规对个人投资者参与较多的个别债券具有一定负面影响。

（摘自经济参考网，钟源，2016 年 12 月 12 日）

[返回目录](#)

## 非金融企业资产支持票据指引发布

中国银行间市场交易商协会 12 月 12 日发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》及《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》，旨在贯彻落实关于降低实体经济企业成本和降低企业杠杆率的系列政策精神，推动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。

根据《指引（修订稿）》，资产支持票据可以公开发行或定向发行。公开发行资产支持票据，应聘请具有评级资质的信用评级机构对资产支持票据进行信用评级。采用分层结构发行资产支持票据的，其最低档次票据可不进行信用评级。

《指引（修订稿）》提出，资产支持票据应根据企业融资需求、基础资产特性等设置合理的交易结构，不得损害企业股东、债权人等相关利益主体的合法权益。基础资产可以是企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利等。以基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利作为基础资产的，发起机构应取得合法经营资质。基础资产为信托受益权等财产权利的，其底层资产需要满足本指引对基础资产的相关规定。

《指引（修订稿）》强调，基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制，但能够通过相关合理安排解除基础资产的相关担保负担和其他权利限制的除外。基础资产附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制的，应在注册发

行文件中对该事项进行充分披露及风险提示，并对解除该等担保负担或其他权利限制的安排作出相应说明。在资产支持票据存续期间，基础资产预计可产生的现金流应覆盖支付资产支持票据收益所需资金。

（摘自新浪财经，张弘，2016年12月13日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 明年预计有 5.5 万亿元实际到期债券 债市信用风险增加须严防

自 2014 年开始，债券市场违约事件开始显现。公募市场年度违约率从 2014 年的 0.07% 上升到 2015 年的 0.45%，2016 年 11 月底，违约率进一步上升至 0.56%。随着市场的理性回归，没有竞争实力、没有资源优势主体发行的债券，风险溢价将会提升。

近日，博源集团超短融实质性违约，债券市场信用风险持续发酵。有统计数据显示，自 2014 年第一只债券违约起，约两年半时间，债券市场已经累积的违约只数达到 85 只，违约的总金额超过 370 亿元。随着刚性兑付的打破，2017 年，债市违约事件或将持续，同时，信用风险的分化态势将更加明显。

#### 信用风险持续暴露

中国债市在过去相当长的时间内，都是零违约率，然而自 2014 年开始，违约事件开始出现。从民营企业违约，蔓延到国有企业违约，甚至一些央企也出现了违约现象。当前，信用违约事件正呈现加速爆发、多点多元的特点。

从国际层面看，经济下行周期中，债市违约是一个较为普遍的现象。在 2007 年至 2011 年的次贷危机期间，美国信用市场的违约率从 0.49% 上升到 5.71%。就目前的中国市场来看，总体的违约风险相对有限，系统性风险仍然可控。

不可否认，信用风险持续暴露会对资本市场造成一定冲击，一级市场发行难度加大，发行人融资难度提高，二级市场信用利差走高，持有人债券价格缩水。但另一方面，随着刚性兑付的打破，信用风险反而得以释放，信用风险定价将更加客观、真实。从长期看，市场的理性回归，对市场参与者而言是利好。

## 过剩行业仍是违约重灾区

2017年，债务偿还将面临不小挑战。据估计，明年将有4.3万亿元债券到期，如果考虑到期间不断有新的短融、超短融发行和到期，债市实际到期规模可能会超过5.5万亿元。相比于被市场称为“信用违约元年”的2014年，只有2.6万亿余元债券到期。这种情况下，2017年信用环境难以出现实质性改善，市场潜在的违约风险可能还会持续出现。

值得注意的是，那些处在不同行业、拥有不同实力的企业间的信用风险，分化特征将更为明显。从大部类来看，平台企业和产能过剩行业信用风险呈现两极分化，目前仅城投债未发生违约，相对于产业而言，违约的风险较小。在去产能的大背景下，钢铁、有色、煤炭、化工、装备制造等产能过剩行业仍是违约和级别下调的重灾区。

对于房地产行业的信用风险，该行业的周期性较为明显，特别是国庆长假前后开始的新一轮政策调控，直接影响了相关企业融资难易程度，如果调控持续时间过长，一些资质较差的房地产企业再融资能力将面临考验；相对而言，对优质企业的影响相对较小。因此地产债信用风险也将分化。

（摘自中国经济网，曹力水，2016年12月7日）

[返回目录](#)

## 发行规模最大的CMBS落地 获超额3倍认购

昨日，由金光纸业（中国）投资有限公司作为发行人、国金证券担任计划管理人及主承销商的“国金—金光金虹桥国际中心资产支持专项计划”成功发行，取得超额3倍以上的认购，并将在上海证券交易所挂牌转让。

据了解，该专项计划是迄今为止国内发行规模首位的CMBS，同时也是备案制以来企业资产证券化单体规模第二大项目。

### 专项计划获市场高度认可

该计划的发行规模为78亿元，优先级资产支持证券70亿元（优先A为54.6亿元、评级AAA，优先B为15.40亿元、评级AA+），次级资产支持证券8亿元，产品期限为24年。该产品发行规模在国内CMBS（类REITS）中独占鳌头，

同时也是备案制以来企业资产证券化单体规模第二大项目。

该 CMBS 符合国务院关于“利用资产证券化盘活存量、降低社会融资成本”等政策方针，并得到了上海证券交易所的指导和支持。鉴于企业良好的信用资质、资产标的优越的地理位置、基础资产稳定的现金流、产品完善的结构设计，该专项计划取得了市场的高度认可。虽然发行金额较大，但仍取得了超额 3 倍以上的认购。

### CMBS 前景广阔

CMBS 是成熟市场中企业融资的最有效金融工具之一。在美国，CMBS 在资产证券化产品中的占比超过 80%，其他类基础资产包括企业债权、融资租赁等仅占不足 20%。

与商业地产传统融资相比，CMBS 主要有三点优势：

首先，CMBS 可以通过结构化的产品设计，可获得高于主体本身的信用评级，能有效降低企业融资成本；其次，CMBS 仅拥有资产标的处置权，企业保留了所有权，且一般为固定收益类产品，企业可享受资产价值升值空间；最后，CMBS 作为标准化的证券，可以份额化认购和交易，同时具有较好的二级市场流动性，相比传统融资产品，对投资人更具吸引力。

可以预见，CMBS 作为 ABS 的重要组成部分，必将改变国内传统 ABS 的基础资产类型比重，CMBS 将有更为广阔的天地。

（摘自东方财富网，2016 年 12 月 7 日）

[返回目录](#)

## 上海市政府试水首单自贸区债券 中国第三个债券市场诞生

上海市政府周四（12 月 8 日）在上海自贸区成功发行了 30 亿元人民币地方政府债券，标志着在银行间市场和交易所之外，中国第三个债券市场的诞生——自贸区债券市场。

这笔 3 年期地方债，主要面向上海自贸区内已开立自由贸易（FT）账户等的区内及境外机构投资者，是今年 9 月《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》发布以来的首单此类债券。据参与招标的金融机构交易员称，债券获得了 83.3

亿元的投标量，最终发行利率落在 2.85%。债券将在银行间债市的自贸区国际金融资产交易平台内交易流通。

渣打银行中国宏观策略主管刘洁在采访中将自贸区债券市场描述为“在岸的离岸市场”，即债券在中国境内发行，适用中国在岸的法律、监管和结算体系，但投资的资金却来自离岸。这为离岸人民币资金提供了新的投资选择，也面临包括离岸人民币流动性紧缺、汇率贬值预期等诸多挑战。

上海市政府此前都是在银行间市场和交易所发行地方债，今年 8 月和 11 月在这两个市场发行的 3 年期一般债中标利率均仅较投标日前 5 个工作日的中债 3 年期国债收益率曲线的均值高出 5 个基点。

三菱东京日联银行（中国）首席金融市场分析师李刘阳表示，“对境内买家来说，相对于境内债券，离岸人民币利率比较高，可能在债券收益上会比境内有一些优势。”

随着人民币兑美元创出逾 8 年新低，中国也据称严控人民币跨境业务。中国人民银行上海总部日前对辖内银行进行口头指导，要求加强对外省市资金流入上海自贸区的尽职调查，警惕其以虚假大额境外投资借道上海自贸区流出。

（摘自和讯债券，王治强，2016 年 12 月 8 日）

[返回目录](#)

## 俄罗斯将发行首只人民币债券 俄企排队等待认购

俄罗斯和中国接近达成又一项里程碑式的合作——由俄罗斯财政部在俄罗斯配售一只离岸人民币债券。此举将为俄罗斯发行商开辟新的融资选项，也让中国投资者距离俄罗斯股市又近了一步。

相关人士表示，这次发行的筹备工作接近完成，它将于明年初进行。按照这一在去年 12 月份首次提出的方案，俄罗斯财政部会发行 60 亿元人民币（相当于 10 亿美元）的债券，这些具有不同期限的债券将在莫斯科交易所上市。对于被西方制裁挡在外币债券市场门外的很大一部分俄罗斯经济，这将为一种新的融资选项建立基准，并让中国在其中扮演核心角色。

早在 2015 年俄罗斯就称正考虑在中国发行人民币债券，那将成为首个在岸发行人民币债券的外国政府。不过，最终被英国抢先一步完成。

俄中业务顾问公司凯德罗斯资本公司（Caderus Capital）管理合伙人安德烈阿科皮扬表示：“尽管自美国大选以来全球利率水平已上升、且美联储 12 月可能加息，但中国内地投资银行对该交易的兴趣仍然非常高。”

在 11 月初俄罗斯总理德米特里梅德韦杰夫和中国总理李克强会晤后发布的联合声明中，中国政府强调了对这次发行的支持。

阿科皮扬表示，对于这次发行获得必要监管许可、以及让莫斯科成为人民币离岸中心来说，上述举措是“拼图中的最后一块”。并表示，多家俄罗斯企业排队等着在俄罗斯发行人民币债券，帮助建立他所称的“贝加尔债券”市场。

这次发行不会是首次由外国政府发行离岸人民币债券，英国政府在 2014 年率先这么做。不过，一旦该债券按计划发行，将是迄今规模最大的一次，并且标志着中俄关系向前迈出一大步。

（摘自和讯网，崔凯，2016 年 12 月 8 日）

[返回目录](#)

## 停车场建设进入加速期 将带动专项债融资需求

随着汽车保有量不断攀升，停车难问题日渐成为城市管理的“病灶”。而去年以来，国家发改委结合实体经济需求，出台了一系列创新债券品种。停车场债券便是契合现实需求的一大创新品种。

截至 2016 年 11 月 25 日共发行 43 支（期）停车场（专项）债券，其中包括 35 支停车场专项债、4 支停车场项目收益债（非公开），3 支混合专项债，1 支停车场项目收益债（公开），发行规模 667 亿。

从债券期限看，七年期为主要品种。从已发行的 43 支债券来看，其中 24 支为七年期，16 支为 10 年期，3 支五年期，2 支 15 年期。从平均收益来看，车位收入占比接近 6 成，商铺收入占比 3 成，其余为政府补贴、广告收入和充电桩收入，后三者累计占比 1 成。从收益来看，目前停车场专项债项目收益对项目总投资的平均覆盖倍率略高，超过 1.6 倍，单个车位平均投资规模在 17 万左右。

国海证券去年 10 月 13 日成功发行了凯里市 2016 年城市停车场建设专项债券，是为数不多的欠发达地区县级平台停车场专项债，票面利率 4.2%，是贵州省 AA 级平台历史最低利率。该债券发行人为贵州省凯里城镇建设投资有限公司，发行规模 11 亿，全部募集资金用于凯里市城市停车场建设项目。募投项目覆盖了 9 实施片区的 8700 个停车位，募投项目收益为 16.74 亿元。

市场投资者对专项债的认同度很高。停车场专项债券的密集发行体现了政府对城市停车难题的治理力度在不断加大。

停车场建设作为 PPP 模式的重要合作领域，国务院文件明确鼓励社会资本投资停车场等市政基础设施项目。同时鼓励多渠道投资，鼓励企业债等多种形式直接融资，鼓励金融机构加强信贷支持。另外，中央政府还将通过专项基金加大支持力度，放开社会资本投资新建停车场收费标准，改革停车设施投资建设、运营管理模式。

从实施建设的企业来看，由于停车场项目属于城市公共设施，前期投入大、投资回收期长、投资收益率较低，吸引力不强，为了配合企业顺利建设，政府对发行专项债券的标的项目允许在不改变土地用途和使用权属的前提下，将部分建筑面积用作便民商业服务设施，收益用于弥补停车场建设和运营资金不足。

今年 9 月，住房和城乡建设部、国土资源部也联合印发《关于进一步完善城市停车场规划建设和用地政策的通知》从多个方面给出了具体政策。这些政策利好都为配套的融资需求和债券产品的设计提供了空间。

目前，我国停车场建设现状远不能适应汽车快速增长的需要。据测算，我国大城市小汽车与停车位的平均比例约为 1:0.8，中小城市约为 1:0.5，而发达国家的水平约为 1:1.3，我国停车位缺口超过 5000 万个。

发改委此前印发《2016 年推进城市停车场建设工作要点通知》，要求各地抓紧开展停车场专项规划编制工作，争取 2016 年内完成。目前各地停车场建设将步入加速期。据发改委披露的数据，每年需新增停车位约 3000 万个，不同形式停车位建设成本 5-20 万元不等，投资规模约 3 万亿。

（摘自和讯网，卢星月、丁蕊，2016 年 12 月 8 日）

[返回目录](#)

## 人民币汇率波动 香港点心债市场半冰封

近期人民币汇率波动，影响香港离岸人民币债券（点心债）市场。香港点心债市场处于半冰封状态，人民币汇率波动加上美国加息预期强烈，未来点心债发行量或进一步减少，企业将转为发熊猫债或美元债券。

### 零售离岸国债票面利率历年最高

以往市场预期人民币升值时候，点心债受到市场追捧，票面利率较低。但 12 月 9 日开售的两年期零售离岸人民币国债票面利率定为 3.5%，比去年增加 0.05%，是自 2009 年零售国债在香港发售以来的最高水平。

上海商业银行执行副总裁兼产品拓展署总监陈志伟表示，此次零售国债票面利率有 3.5 厘，回报吸引。虽然香港目前人民币定期存息都超过 3 厘，但因为两年期的国债可随时在二级市场沽出，流动性和弹性比存款好，相信还是可以吸引一定的投资者。但是人民币汇率因素影响下，认购反应可能不如去年热烈。

目前香港银行 1 年期的人民币定存利率，大部分在 3.2 至 3.5 厘的水平，一些比较进取的银行则高达 3.85 厘。

零售离岸人民币国债或遇冷，反映了香港点心债的困境。过去在市场预期人民币升值的时候，点心债利率偏低，在香港发债成本低于内地，点心债市场蓬勃发展。但自去年下半年开始，市场对人民币兑美元汇率下降的预期逐渐加强，影响点心债的发行量和票面利率。

点心债发行规模从 2014 年的 2542 亿元下降 54.4% 至 2015 的 1160 亿元。根据香港金管局最新数据显示，今年首三季点心债发行量仅为 335 亿元。而零售离岸人民币国债的票面利率从 2014 年的 2.93 厘，大增至去年的 3.45 厘，今年再升至 3.5 厘。

### 点心债或难吸引新资金

恒生执行董事兼环球银行及资本市场业务主管冯孝忠表示，目前人民币点心债发行利率贴近市场水平，已经不能再如以前依靠升值预期，以低利率、低成本发债。预期继续购买人民币点心债的主要是已经持有人民币的投资者，例如旧债到期需要新债替换，基本是市场现有旧资金。在人民币汇率波动下，很少新资金流入点心债市场。

星展香港财资市场部（大中华）董事总经理王良享对智通财经表示，目前点心债市场处于半冰封状态。因为香港市场对点心债定价时，要参考人民币兑港元或美元的远期汇价。人民币汇率波动下，香港离岸人民币债券收益率较在岸市场存在溢价，融资成本变高。

他指出，在这种情况下企业发点心债的兴趣大减。预期未来点心债发行量或进一步减少，企业会转为在内地发“熊猫债”或是在香港发美元债券。暂时点心债的购买力主要来自于市场已经兑换的人民币旧资金，相信在人民币汇率波动下，点心债难吸引投资者用美元或港元换人民币新资金去买债。

（摘自智通财经网，黄旖琦，2016年12月9日）

[返回目录](#)

## “13 临海债”提前还本付息日 暗藏玄机

12月9日，临海市基础设施投资有限公司发布《关于召开“2013年临海市基础设施投资有限公司公司债券”2016年第一次债券持有人会议的通知》的公告。根据上述《通知》，发行人计划在2017年12月31日之前确定“13 临海债”（到期日2020年3月21日）的提前还本付息日，发行人将于提前还本付息日按照已发行尚未兑付的债券面值，偿还剩余本金，同时支付自最后一个付息日至提前还本付息日的利息。

截至12月12日，“13 临海债”债券面值为80元，中债估值为82.37元，中证估值为82.99元，若在2017年12月31日之前按面值还本，债券持有人将立即面临亏损，这是债券持有人难以接受的。

但细究上述《通知》，发行人并没有限定“13 临海债”的提前还本付息日必须在2017年12月31日之前，而仅是需要在2017年12月31日之前确定提前还本付息日。可以明确的是，提前还本付息日距离到期日2020年3月21日越近，则持有人的损失会越小。

因此，在“13 临海债”发行人明确给出置换价格之后，预计此次持有人大会讨论的重点将集中在提前还本付息日的确定上。

做个极端的推演：若“13 临海债”的提前还本付息日最终确定为到期日 2020 年 3 月 21 日，则“13 临海债”的违约风险就被降低至与地方政府债同等的水平，因此在提前还本付息日确定后，“13 临海债”的收益率将大幅下行，债券价格将大幅上扬。此时置换对持有人最为有利，持有人置换的意愿将达到 100%。而随着提前还本付息日与到期日距离拉大，持有人变得越来越不利，最终持有人愿意接受的提前还本付息日取决于持有人对发行人信用资质与地方政府信用的权衡。

考虑到虽然地方政府债务要全面纳入预算管理，但其软预算约束的特点并未完全消除，因此地方政府更在意的是能否保留地方政府债务限额，而不是和债券持有人计较利息得失。但对债券持有人来说，利息得失无疑是十分重要的。在这种博弈格局下，我们预计最终“13 临海债”的提前还本付息日可能会非常接近到期日 2020 年 3 月 21 日。

若最终落实的“13 临海债”提前还本付息日非常接近到期日，不仅“13 临海债”的净价估值将得以大幅提升，而且其产生的模范效应也将大大提振整体城投债的估值，建议投资者积极关注“13 临海债”12 月 27 日的持有人大会决议。

实际上，由于前期中央发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》、《地方政府性债务风险分类处置指南》等文件对置换期限的描述采用的是诸如“在规定期限内置换为政府债券”等模糊字眼，同时对“规定期限”并没有给出具体定义，因此地方政府确实存在一定的操作空间，具体能做到哪一步，让我们拭目以待。

（摘自国信固收研究，2016 年 12 月 13 日）

[返回目录](#)

## 规模最大租赁 ABS 夭折 招银金租取消发行 56.36 亿

华润深国际投托日前发布公告称，原定于 12 月 12 日在全国银行间债券市场发行的招银 2016 年第二期租赁资产支持债券取消发行。本期资产支持证券中，招银金融租赁作为发起机构和委托机构、华润深国投信托作为受委托机构和发行人。

招银金租在银行间市场推出第二期租赁资产支持证券，总规模为 56.36 亿，

如能顺利发行，为迄今为止发行规模最大的租赁 ABS 项目。公告称，发起机构和发行人将另择时机重新安排发行。

招银金融租赁成立于 2008 年 3 月，成立时公司的注册资本为 20 亿元人民币。截至目前，招银金融租赁注册资本为 60 亿元人民币。

截至 2015 年末，招银金融租赁总资产为 1039.66 亿元，所有者权益 119.98 亿元。2015 年，招银金融租赁实现营业收入 57.56 亿元，净利润 14.96 亿元，不良资产率为 0.64%。根据未经审计的报表，截至 2016 年 6 月末，公司总资产为 1142.95 亿元、净资产 127.79 亿元，不良资产率为 0.95%，实现营业收入 28.02 亿元、净利润 8.40 亿元。

（摘自和讯债券，陶海玲，2016 年 12 月 13 日）

[返回目录](#)