

债市聚焦

2017.11.15-11.21

2017 年第 45 期 总第 241 期

政策指南

外媒称国家发改委开始批准房企在境外发行债券
资管新规酝酿出台

市场动向

年内 19 地通过上交所发行逾 7700 亿元地方债
农发行成功发行 2017 年首单“债券通”绿色金融债券
国开行开展我国首次债券置换招标业务试点
人民币气候债券首次在巴黎发行
深交所首单土地储备专项债券成功发行

风险事件

12 博源 MTN1 未按期足额偿付本息
亿利资源 15 亿中票未能按时兑付，疑为技术性违约

联合视点

2017 年第三季度宏观经济报告
债市惊魂，全球货币紧缩时代即将到来？
银行间债券市场发行人流动性风险研究报告
2017 年银行业信用风险分析与展望

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
lianhe@lhratings.com

政策指南

外媒称国家发改委开始批准房企在境外发行债券

英国金融时报援引两名知情人士消息称，继今年初放慢审批进程后，国家发改委已开始批准更多房地产开发商在境外发行债券。据了解，此前因担心国内楼市再度过热，国家发改委等监管机构阻止了一部分发行交易。

业内人士表示，国家发改委对开发商态度的转变很可能发生在上月底，也就是十九大闭幕之后。目前已有开发商排队申请进行多笔新的发债交易。

数据显示，10月份中国房地产开发商离岸债券发行量创2017年新低，仅为5.02亿美元，同比下降57%。但自11月初以来，好几笔大型房地产开发商债券发行重返市场。

11月2日，万科地产香港将一笔10年期的10亿美元债券发行定价3.98%。在11月的前11天，价值29.7亿美元的中国开发商债券发行已在离岸市场定价，超过了去年11月全月的数字。专家称，“这是个好消息，因为离岸市场一直是许多中国开发商再融资的最大来源。”

（摘自新浪网，2017年11月16日）

[返回目录](#)

资管新规酝酿出台

日前，五部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称《指导意见》）的征求意见稿。业内认为，《指导意见》是资管行业监管的纲领性文件，将对未来行业发展乃至证券市场发展产生深远影响。对债市而言，因之前市场已有预期，同时给予足够宽限期，《指导意见》造成的直接冲击有限，但严监管趋势强化，后续相关细则落地仍值得关注。整体来看，债市近期或以弱势震荡为主，破晓仍需等待，中低等级债调整压力相对较大。

开启规范发展新时代

11月17日，央行联合银监会、证监会、保监会、外汇局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》。纵观这份万余字的未来资管

行业监管的纲领性文件，有研究机构梳理出了六大要点。一是明确资产管理业务定义，界定资产管理产品范围，按产品类型而非机构类型统一实施功能监管；二是实行“三单”管理，规范资金池业务；三是打破刚性兑付，实现净值管理；四是消除多层嵌套和通道服务；五是限制投资集中度，降低资产组合风险；五是降杠杆，增加资本和准备金计提要求；六是实施新老划断，安排过渡期。其中，打破刚性兑付、规范资金池、消除多层嵌套和通道被划为核心要点。业内普遍认为，《指导意见》是资管行业监管的纲领性文件，将对未来整个行业的发展乃至证券市场的发展产生深远影响。

短期冲击应有限

专家称，金融严监管是影响 2017 年债券市场波动的核心逻辑。回顾来看，年初央行将银行表外理财正式纳入 MPA 考核，引起对 3 月季末流动性风险的担忧；4-5 月，银监会整治“三违反、三套利、四不当、十乱象”等多文齐发掀起监管风暴，市场对监管加强的预期明显增强，债券市场出现大幅调整；8 月，央行在二季度货币政策执行报告中宣布拟于 2018 年一季度将同业存单纳入 MPA 同业负债占比考核，银行负债端压力成为市场焦点。11 月，传闻已久的大资管监管新规“靴子”落地，重塑资管行业基本准则。从年初到年末，金融严监管动作不断，去杠杆一直在持续。

值得一提的是，围绕《指导意见》对债市的影响，机构研判出现了一定分歧。一种观点倾向于理解为利空出尽，对债市负面影响有限。但也有观点认为，《指导意见》的影响才刚开始，远远谈不上“利空出尽”。综合各方分析来看，《指导意见》短期对债市应不会造成剧烈冲击，理由主要在于，2 月内审稿流出后，市场对资管新规出台已有预期，且过去债市调整对监管加强也有所反映，新规实施新老划断、给予足够宽限期，减轻其对市场可能造成的冲击。不过，《指导意见》对债市仍有不利影响，市场仍担忧后续相关监管细则出台可能造成“预期差”。

中低等级债压力更大

有不少机构提到，大资管监管新规落地，对信用债尤其是中低等级信用债更为不利。专家表示，中长期来看，资管新规会降低部分债券，特别是流动性较差、票面利率较高的低等级信用债的需求；同时非标需求下降又会增加标准债券类的

需求，实际影响还需要结合后续配套政策的落地加以研判，但相对确定的是近年来受资管行业快速发展推动而被压缩到极致的信用利差将会逐渐走阔。

总的来看，《指导意见》短期应不会造成太大冲击，后续相关细则落地仍值得关注。年内债市供给压力犹存，年底经济运行、流动性状况、海外政策调整等带来的不确定性仍较多，持续影响市场情绪，预计近期债市将以弱势震荡为主，破晓仍需等待。相对而言，信用债尤其是中低等级债因利差保护不足，未来需求弱势更为确定，调整压力更大。

（摘自中国证券报，张勤峰，2017年11月21日）

[返回目录](#)

市场动向

年内 19 地通过上交所发行逾 7700 亿元地方债

越来越多的地方政府通过上交所市场发行地方债。11月16日，江西省财政厅将在上交所公开招标发行134.6亿元政府债券。这是江西政府债券首次在上交所市场发行，江西也成为今年第19家在上交所市场发行债券的地方政府。此单地方债发行完成后，今年上交所地方债累计发行规模将超过7700亿元。

通过上交所发行地方债已有一年的时间：2016年11月11日，上海市财政局首次在上交所发行300亿元地方债，由此拉开了地方债到交易所发行的序幕。

通过对这一年来的情况进行梳理，有些地方政府不止一次通过上交所市场发行地方债。比如河南省今年就三次到上交所发行地方债，其中，11月13日发行386.1亿元，9月19日发行249.2亿元，7月13日发行408亿元；内蒙古自治区同样是今年三次通过上交所发行地方债，分别是10月23日发行301亿元，7月6日发行359.4亿元，5月22日发行211.5亿元。

值得关注的是，如今地方债也已经向个人投资者开放：不仅可以在地方债上市交易后购买，还可以通过委托券商投标——网上和网下分销方式认购，并享受免税待遇。业内人士认为，随着个人投资者的“入市”，债券市场垄断模式被打破的同时，地方债在二级市场的流动性将得以改善。同时，地方债风险一般很低，收益率相对国债一般要高，相对非金融债而言可以免税，由于具有诸多优点，对

个人投资者而言是较为理想的投资品。

（摘自证券日报，朱宝琛，2017年11月15日）

[返回目录](#)

农发行成功发行 2017 年首单“债券通”绿色金融债券

11月16日，中国农业发展银行通过上海清算所，以公开招标方式，面向全球投资者成功发行30亿元“债券通”绿色金融债券。据了解，本期债券为2年期，中标利率为4.48%，低于前一日中债同期限债券估值7个基点，得到境内外市场热烈追捧，获得4.38倍认购倍率。本期绿债境内主承销商分别为东方证券、交通银行和中信证券等机构；跨境协调人分别为东方汇理银行和汇丰银行等机构。本期绿债募集资金经中节能第三方评估认证，将专项用于节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁能源、生态保护和适应气候变化五大类别共计61个项目。

（摘自中国金融新闻网，余幼婷，2017年11月16日）

[返回目录](#)

国开行开展我国首次债券置换招标业务试点

国家开发银行将于11月16日在全国银行间债券市场开展首单债券置换招标业务试点操作，旨在进一步创新债券一级市场供给模式，完善债券收益率曲线，根据投资人需求，丰富市场主体的资产和债务管理工具。

债券置换招标是目前发达国家进行主动债券管理的标准化工具之一，各国发行体主要用于平滑债券还本付息现金流分布，纠正债务到期集中度，提高债券流动性。国开债此次置换招标操作遵循“公平、公正、公开”原则，严防风险，在满足投资人置换需求的同时，适度适量控制置换比例，保持各品种国开债的稳定性。本次债券置换招标业务试点拟选择活跃度较高的国开债品种，相关发行文件将于置换招标开始前，通过相关媒体向市场公告。

国开行资金局负责人表示，债券置换招标业务开创了完善债券市场供给机制新路径，对整体债券市场及各参与主体都有积极意义，有助于提高市场整体流动性，增强市场利率稳定性，进一步完善债券市场发行机制，促进我国债券市场更加均衡充分发展。国开行作为我国债券市场的重要参与主体，凭借丰富的金融债

发行创新经验，已经建立了贯通境内外，跨越银行间、交易所和商业银行柜台市场，面向金融机构、企业、个人等最全面的发行渠道。未来，国开行将继续积极参与债券市场创新发展，在提高自身筹资能力的同时，更好地服务国家战略，支持实体经济发展。

（摘自金融时报，周萃，2017年11月15日）

[返回目录](#)

人民币气候债券首次在巴黎发行

中国银行巴黎分行16日发布新闻公报，中国银行巴黎分行15日晚成功发行覆盖人民币、欧元、美元三个币种的气候债券。据介绍，这是人民币品种的气候债券首次在巴黎发行。

公报说，此次发行的气候债券得到国际气候债券倡议组织的贴标认证，包括固定和浮动两个利率品种，期限分别为三年和五年。三个币种的债券发行金额分别为10亿元人民币、7亿欧元和5亿美元，总计等值15亿美元。

公报说，此次发行的债券得到全球投资者的广泛关注，超过230个投资机构参与认购，认购倍数达到2.6倍，募集的资金将用于建设清洁交通、可再生能源等绿色产业项目。据介绍，这些气候债券预计最早于11月底前在位于巴黎地区的欧元区最大证券交易所——泛欧证券交易所上市。

（摘自新华网，2017年11月16日）

[返回目录](#)

深交所首单土地储备专项债券成功发行

11月17日，安徽省通过财政部深圳证券交易所政府债券发行系统成功发行140.0905亿元地方债。这是自财政部、国土资源部6月1日联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62号）以来，首单在深交所市场发行的土地储备专项债券。

本次招标发行的安徽省土地储备债券共招标发行13个品种，覆盖合肥、淮北、宿州、蚌埠、阜阳、滁州、马鞍山、淮南、铜陵、芜湖、宣城、安庆、黄山等13个地区。除淮南（一期）和铜陵（一期）为3年期外，其余各期均为5年

期。3 年期规模为 23.911 亿元，中标利率介于 4.19%至 4.22%之间；5 年期规模为 116.1795 亿元，中标利率介于 4.06%至 4.39%之间。

此次安徽省地方债承销团由 29 家承销商组成，其中包括 10 家证券公司。从认购情况来看，本次安徽省土地储备专项债券全场平均认购倍数为 2.56 倍。其中，券商类承销商认购踊跃，合计投标 131.8 亿元，占投标总量的 37.78%，中标量合计 2.7679 亿元。

本次土地储备专项债券成功发行，为创新地方政府债券发行管理模式、促进土地市场健康稳定发展发挥了积极作用。

（摘自深交所网站，2017 年 11 月 17 日）

[返回目录](#)

风险事件

12 博源 MTN1 未按期足额偿付本息

博源控股公告称，“12 博源 MTN1”应于 2017 年 11 月 21 日兑付本息，截至到期兑付日日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“12 博源 MTN1”不能按期足额偿付本金及最后一次利息。

“12 博源 MTN1”发行金额 11 亿元，期限 5 年，兑付日为 11 月 21 日，应付本息金额 11.748 亿元。

事实上，此前，博源集团已经有两期超短期融资券“16 博源 SCP001”和“16 博源 SCP002”发生违约，发行规模分别为 11 亿元和 8 亿元。前期的违约事件也让此次中票的兑付危机已在市场预期之中。不过，其中“16 博源 SCP002”在今年 2 月宣告违约后，于 7 月 14 日延期兑付本息，但“16 博源 SCP001”的兑付目前尚未有结果。本次出现兑付危机的“12 博源 MTN1”是博源集团公开市场第 3 期即将兑付的债券，此外，“13 博源 MTN001”将于明年 7 月 18 日到期。

（摘自 Wind 资讯，2017 年 11 月 21 日）

[返回目录](#)

亿利资源 15 亿中票未能按时兑付，疑为技术性违约

11 月 21 日晚间，上清所发布消息称，11 月 21 日是亿利资源集团“14 亿利集 MTN002”的付息兑付日，截至日终，仍未足额收到亿利资源集团支付的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。“14 亿利集 MTN002”为亿利资源集团 2014 年发行的一期中期票据，发行总额为 15 亿元，利率 7.50%，期限为 3 年。资料显示，亿利资源集团主要从事聚氯乙烯及煤炭等生产和销售、生态环境治理、房地产开发及清洁能源等业务。

不过，在今日上清所宣告未足额收到付息兑付资金前，亿利资源集团早在 11 月 16 日已经发布了“14 亿利集 MTN002”的兑付公告，当时并未出现违约迹象。

针对这一情况，有交易员猜测称可能是出现了技术性违约。去年，“15 冀物流 CP002”和“15 机床 CP003”两期短融曾出现技术性违约，均是付息兑付日当日未能足额将偿付资金划至托管机构，不过两期短融均随即在次日完成兑付。

值得注意的是，今年 6 月，评级机构在跟踪评级中，还将亿利资源集团主体的长期信用等级由 AA 调高为 AA+，评级展望稳定，“13 亿利集 MTN001”、“14 亿利集 MTN002”、“15 亿利集 MTN001”、“15 亿利集 MTN002”、“16 亿利资源债”的信用等级亦由 AA 调高至 AA+。

评级机构指出，公司化工循环经济产业链规模较大，具有资源和成本优势；公司为鄂尔多斯市主要扶持的煤炭企业之一，煤炭资源的获取能力较强，为公司业务发展提供较好的支撑。2016 年以来生态保护和环境治理业固定资产投资继续快速增长，相关利好政策的出台，为行业及公司生态环境业务发展提供有利空间；公司生态修复业务技术实力较强，项目储备较为充足，生态环境治理业务面临良好发展前景；同时，公司高效清洁能源业务发展较快，且在项目所属园区具有一定垄断优势。“预计未来 1~2 年，随着公司生态环境治理及清洁能源业务进一步发展，公司逐步退出传统化工及煤炭业务，生态环境治理及清洁能源业务对公司收入及利润贡献进一步加大，公司产业结构将有所调整，整体业务水平保持平稳。”分析人士表示。

（摘自中国证券报，王姣，2017 年 11 月 21 日）

[返回目录](#)

联合视点

2017 年第三季度宏观经济报告

本季度，国际经济整体仍处于复苏态势，各主要经济体受制于自身经济发展状况，对货币政策的取向略有分化。持续复苏的全球经济为我国经济发展和结构转型提供了相对稳定和良好的国际环境，但国际流动性拐点迹象的显现以及不同国家货币政策的分化从多方面对我国制定经济政策和宏观调控产生影响。

本季度，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为经济持续增长和供给侧结构性改革提供良好的市场环境。在此背景下，我国经济延续了2016年下半年以来的稳中向好态势。本季度，我国GDP同比实际增长6.8%，较前两季度略有下降，但仍保持较快增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM涨幅有所回升，通胀水平整体保持平稳；就业水平相对稳定。从三大产业来看，本季度，我国农业生产形势较好；工业生产增速有所回落，企业利润快速增长；服务业为经济增长贡献重要力量，建筑业和房地产行业增速创新低。从三大需求来看，房地产开发和基础设施建设投资增速放缓，高技术制造业投资增速加快；居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快；进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。

展望未来，经济运行有望整体表现良好，消费将保持平稳增长，但由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，四季度我国经济增速或将继续放缓，预计全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20171117/148549765.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部供稿，2017年11月17日）

[返回目录](#)

债市惊魂，全球货币紧缩时代即将到来？

本周一，对国债期货的投资者来说，绝对是空头的盛宴，多头的丧钟。截至

收盘，10年期国债期货主力合约 T1803 暴跌 0.67%。次日其再度下探，10年期国债收益率一度升破 4%，创下 2014 年 10 月以来新高。空头开始欢呼，但其随后的走势让所有人大跌眼镜，短短 4 日内，多头实现绝地大反击，收复周一跌幅。

虽然本周债市上演过山车行情，但是市场人士依旧认为，在诸如美联储缩表、未来可能加息等因素的影响下，全球货币紧缩时代正在走来。市场人士认为，抛开国内经济因素外，还有美联储缩表，未来可能加息等原因，都有可能影响到我国债市，因此新浪财经独家采访联合资信评估有限公司。

美联储缩表后，对我国，尤其在债券市场上有哪些影响？

自美联储宣布将于 10 月开启缩表以来，美元有所走强，美债收益率小幅上行。受此影响，人民币兑美元汇率略有回落，10 年期国债收益率有所上行。从短期来看，美联储缩表对我国以及债券市场影响有限，主要基于以下几方面原因：

一是美联储的缩表进程是循序渐进的，并公布了确切的实施方案，此前市场对美联储缩表以及美国渐进式加息已有充分预期；

二是中国自 2016 年以来对金融业的监管明显加强，促使部分非标融资转向表内信贷，一定程度上已经限制了流动性的继续扩张，同时由于目前中美利差处于阶段性高位加上人民币汇率保持稳健走势，因此美联储缩表带来的美债收益率上升不会引发大量资本外流，对我国债券市场的冲击有限；

三是今年以来我国宏观经济稳中向好，人民币兑美元汇率有所上升、外汇储备持续增加，加上我国资本账户并未完全开放，同时近年来人民币汇率机制已基本完善，我国货币政策独立性有所增强，央行保持稳健中性货币政策的立场将不会因美联储缩表发生太大变化，对债券市场也不会产生大的冲击。但从长期来看，美联储开始缩表将加快欧洲等其它国家和地区货币政策趋紧的进程，如英国央行已经宣布加息 25 个基点，而全球货币政策趋紧一方面将制约我国货币政策的宽松空间，另一方面将可能导致资产价格下跌，对债券市场产生不利影响。

如果美联储 12 月宣布加息后，造成紧缩效应，哪些经济体容易受到冲击？哪些品种受到冲击？

美联储加息将导致的直接后果是美元走强以及海外资本回流美国，这将给其它国家和地区的经济产生不同程度的影响。国别方面，经济体量小、经济基本面较差、外汇储备不足以及外债规模较大的新兴国家更易受到冲击，因为这些国家

的经济稳定性和抗风险能力通常较弱，美元走强带来的货币贬值将进一步加大这些国家的外债负担，同时资本外流导致的资产价格下跌也会对金融市场产生较大冲击。品种方面，基于市场对美国渐进式加息路径已有充分预期，如果美联储 12 月宣布加息，短期内对主要资产价格的影响可能不会太大，但从中长期来看，债券市场对货币政策更加敏感，若美联储 12 月再度加息，将会加快全球货币政策紧缩进程，对债券市场产生一定影响。

查看全文请点击 <http://finance.sina.com.cn/money/bond/2017-11-17/doc-ifynwnty4215424.shtml>

（摘自新浪网，研究部供稿，2017 年 11 月 17 日）

[返回目录](#)

银行间债券市场发行人流动性风险研究报告

近年来，在我国宏观经济增速下行背景下，债券市场违约事件多发。在多数情况下，企业在触发债务违约前会出现流动性紧张。2014 年以来，公募债券市场约有 80% 的违约发行人在其违约前一年或半年出现较大流动性风险，因此分析企业流动性对防范债务违约风险具有重要意义。

流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对其短期（通常一年内）债务偿还保障能力的评价。根据流动性评价原理，我们评估了银行间债券市场 2355 家发行人的流动性风险。评估结果显示，发行人流动性评价结果集中在 L-3（流动性状况一般）；国有企业发行人面临的流动性风险高于民营企业；产能过剩行业集中地区和东南沿海地区发行人面临较高流动性风险；资金密集、高杠杆以及产能过剩行业发行人面临的流动性风险较大。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20171120/148562557.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部供稿，2017 年 11 月 20 日）

[返回目录](#)

2017 年银行业信用风险分析与展望

近年来，由于宏观经济增长速度的放缓以及监管机构对“两高一剩”行业的信贷投放限制，实体经济有效信贷需求明显减弱，商业银行自身风险偏好趋于谨慎，导致传统的信贷业务面临较大的发展压力，同时存款业务方面面临利率市场

化带来的竞争压力。因此，商业银行逐步转变经营战略，加大力度发展同业及资金业务，作为提升盈利水平的重要方式。传统意义上，我国商业银行出于风险以及流动性等因素的考虑，主要配置存放同业、买入返售标准化债权资产以及债券等风险相对较低的资产。但为规避监管对信贷规模的管制、降低资本消耗以及缓解监管指标压力，近年来我国商业银行加强了同业机构合作，以同业理财、委托投资的方式拓展投资范围或者弥补自身专业投资能力不足的问题。尤其是同业存单工具推出以后，主动负债方式更加灵活多样，进一步助推商业银行放大财务杠杆的意愿。随着同业及资金业务的快速发展，我国商业银行获取了较好的投资利息收入，一定程度弥补存贷款业务净息差收窄以及信贷资产质量下行对净利润带来的负面影响。但另一方面，商业银行财务杠杆水平的提升加剧了金融市场波动的风险，因此监管机构自 2016 年以来出台了一系列监管政策，引导金融机构去杠杆，这对我国商业银行的业务发展和经营模式产生较大影响。

2017 年下半年，我国将继续实施积极的财政政策，推进供给侧结构性改革，促进经济结构转型升级，在主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动下，宏观经济有望保持平稳运行。另外，央行稳健中性货币政策的实施，将保障银行体系流动性的充裕，为货币信贷的增长创造良好条件。因此，我国商业银行传统信贷业务仍将具有较好的发展环境。另一方面，随着“两高一剩”行业信用风险的逐步释放以及商业银行对不良资产的大规模核销处置，高风险行业对商业银行信贷资产质量的影响将逐步减弱，考虑国家“去杠杆”的决心和力度，短期内我国商业银行信贷资产质量出现大幅波动的可能性较小，同时利润留存以及二级资本债券的发行目前能够较好的补充资本，保障银行金融机构抵御风险的能力。虽然央行 MPA 考核体系和一系列“金融去杠杆”政策的实施，对银行业务扩张的速度和盈利水平有一定负面影响，但金融杠杆水平的下降有助于减轻金融体系内的积聚风险，这在一定程度上有助于缓解商业银行面临的流动性压力。综上所述，联合资信认为，在未来一段时间内商业银行银行信用水平将保持稳定。

查看全文请点击 <http://stock.hexun.com/2017-11-21/191723202.html>

（摘自和讯网，金融部供稿，2017 年 11 月 21 日）

[返回目录](#)