

# 债市聚焦

2017.7.12-7.18

2017 年第 28 期 总第 224 期

---

## 政策指南

地方政府收费公路专项债券管理办法印发  
三部委联合发力，下半年 PPP 资产证券化项目批量落地可期  
国务院将设金融稳定发展委员会，地方债首设终身追责制

## 市场动向

西班牙拟在华发行熊猫债  
义乌成功发行全国县级市首单绿色永续债券  
四维度扫描债券违约风险：东北华北数量多  
房企海外债达 172 亿美元，后年偿债规模大

## 风险事件

中国城市建设控股集团就债务兑付方案发声  
东北特钢“15 东特钢 PPN002”不能按期足额兑付本息

## 联合视点

绿色债券的推动为新能源汽车相关产业的融资提供了窗口  
2017 年第二季度短期融资券利差分析报告  
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》简评  
水泥行业 2016 年研究报告

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

### 地方政府收费公路专项债券管理办法印发

近日，财政部、交通运输部印发了《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》。财政部、交通运输部有关负责人表示，适度发展政府收费公路有利于路网的完善优化，发行政府收费公路专项债券有利于拓展公路建设筹资渠道，也有利于规范地方政府举债行为。

《办法》明确地方政府收费公路专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为发展政府收费公路举借，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还的专项债券。收费公路专项债券资金专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划的地方政府收费公路项目建设。收费公路专项债券资金不得用于经营性收费公路，也不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出，也不得用于偿还存量债务。

《办法》依据现行法律法规和地方政府债务管理规定，从额度管理、预算编制、预算执行和决算、监督管理、职责分工等方面，提出了地方政府收费公路专项债券管理的工作要求。

有关人士表示，选择车辆通行费收入等部分政府性基金收入项目分类发行专项债券，有利于丰富地方政府债券品种，完善地方政府债券市场，进一步增强地方政府债券透明度，保护投资者合法权益，支持对债券科学合理定价，提高地方政府债券市场化水平，吸引更多社会资本投资地方政府债券，带动民间资本支持重点领域项目建设，激发民间投资潜力。

（摘自上海证券报，李苑，2017年7月12日）

[返回目录](#)

## 三部委联合发力，下半年 PPP 资产证券化项目批量落地可期

7月13日，财政部联合中国人民银行、证监会在京举办首期 PPP 项目专题业务培训班。此次由中国 PPP 基金承办的业务培训班是为贯彻落实6月19日《财政部、人民银行、证监会关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事项的通知》（简称《通知》）要求。三部委相关业务部门主管领导及业内有关专家，对 PPP 资产证券化发展、实践与创新情况以及有关政策规定、工作程序、操作要点等内容作了详细讲解。预计今年下半年，PPP 项目资产证券化案例或将批量产生。

财政部金融司司长孙晓霞在7月13日的培训班上表示，当前形势下开展 PPP 项目资产证券化有利于拓宽融资渠道，降低融资成本，盘活存量资产，扩展资本市场发展空间。同时，通过资本市场更为谨慎、理性、严格的约束，进一步推动 PPP 项目规范运作。

孙晓霞表示，财政部金融司、人民银行金融市场司、证监会债券部这三部门将进一步密切合作，遵循“分类实施、强化监管、规范流程”原则，从三方面规范推进 PPP 项目资产证券化工作：一是抓紧推出一批有代表性的 PPP 资产证券化项目，发挥引领示范作用；二是加强 PPP 项目全过程信息披露，为 PPP 项目资产证券化健康发展奠定坚实基础；三是进一步提高 PPP 项目质量，从根源上防范 PPP 资产证券化风险。

6月19日，三部委联合发布的《通知》明确收费权、合同债权、股权3类基础资产可开展 PPP 资产证券化，符合标准的 PPP 项目在建设期也可探索进行资产证券化。这一措施局部解决了 PPP 项目融资的问题，同时也有助于盘活 PPP 项目存量资产，降低原始权益人的债务杠杆，提高投资人的持续投资能力，从而吸引更多社会资本进入。

专家表示，在资产证券化后，PPP 项目资金供应方置换成了侧重中长期资金配置的产业投资基金、不动产基金以及证券投资基金等战略投资者，这既可以纠正早期 PPP 启动与推进过程中金融资源与实体项目的期限错配，更能够使 PPP 获得持续而稳健的融资能力。

数据显示，截至今年 5 月 31 日，全国 PPP 综合信息平台项目库入库项目 13132 个，入库项目所需投资金额为 16.39 万亿元。

中国证监会债券部主任蔡建春在培训班则表示，证监会内部已专门成立 PPP 证券化工作组，下一步将继续加强部门协作，建立联席工作机制，明确业务流程，细化业务分工，监管好市场，提供好服务。此外，证监会将加快推动 REITs 等能有效支持 PPP 项目建设的创新产品落地，统一 PPP 证券化的监管标准，夯实制度基础，强化事中事后监管，稳步推动 PPP 项目资产证券化的有效实施。

（摘自新华网，汪文品，2017 年 7 月 13 日）

[返回目录](#)

## 国务院将设金融稳定发展委员会，地方债首设终身追责制

全国金融工作会议 7 月 14-15 日在北京召开，国家主席习近平发表重要讲话。在金融监管层面，习近平强调，要加强金融监管协调、补齐监管短板。将设立国务院金融稳定发展委员会，强化央行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，落实金融监管部门监管职责，并强化监管问责。

对于国务院金融稳定发展委员会此后的职能发挥，专家认为，该委员会下一步如何运作还需观察，可能由总理担任委员会主任，金融监管协调将会是其重要的工作内容之一。可以肯定的是，央行在宏观审慎管理和系统性风险防范方面的职责将得到强化，央行在金融监管中角色越来越重要。近些年来，欧美主要国家普遍提升了中央银行在金融监管中的地位，此次会议采取的措施，在保持“一行三会”架构基本不变的情况下，顺应了这样的趋势。

此外，在金融监管层面，习近平还强调，要坚持问题导向，针对突出问题加强协调，强化综合监管，突出功能监管和行为监管。地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。金融管理部门要努力培育恪尽职守、敢于监管、精于监管、严格问责的监管精神，形成有风险没有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。健全风险监测预警和早期干预机制，加强金融基础设施的统筹监管和互

联互通,推进金融业综合统计和监管信息共享。对深化金融改革的一些重大问题,要加强系统研究,完善实施方案。

此外,全国金融工作会议还明确提出,各级地方党委和政府要树立正确政绩观,严控地方政府债务增量,并首设终身追责制。尽管地方债监管不断收严,但据财政部披露,今年上半年地方债同比降幅接近半数,业界分析,依照此前制定全年发行额度,今年下半年地方新增债和置换债发行都将提速。

有分析指出,部分地方官员为追求短期政绩而漠视关于地方政府举债的法律法规,还往往把责任转移到继任者。专家分析称,由于地方政府是任期制,在任期内上级部门会以 GDP、经济项目、民生项目等作为衡量标准,对地方项目进行考察,在财政资金受到约束的情况下,地方政府为了做出更多的业绩,往往会向银行借贷、推行 PPP 模式,也可能会大量发行地方债,但上一任地方政府领导班子换届调走后难以追责,在此背景下,终身追责、倒查责任,是鼓励、引导地方政府在合法合规的基础和前提下干出政绩,搞好工作。

(摘自北京商报,刘双霞,2017年7月16日)

[返回目录](#)

## 市场动向

### 西班牙拟在华发行熊猫债

西班牙《拓展报》近日报道称,西班牙官方信贷局拟在华发行人民币债券,帮助本国企业参与“一带一路”框架下的基础设施项目。

西班牙官方信贷局(ICO)称,他们将成为西班牙首个发行人民币债券(熊猫债)的机构,其目的不仅在于推动自身融资渠道多元化,更偏重于抓住中国发展基础设施关键时机,为促进西企在华投资发展提供金融便利。ICO 此举表明了西班牙参与“一带一路”建设的国家立场。中国倡导的“一带一路”赋予丝绸之路新生命,中国也拟为“一带一路”投入 9000 亿欧元,新建或升级连接欧亚非大陆各类基础设施。这些举措都将为西班牙企业带来新的商机。

在上述背景下，拥有中国本币融资和担保成为西企在华参与并赢得招标的关键因素。相关金融机构表示，中国货币仍处于管制阶段，通过其他渠道获得人民币并非易事且成本较高。ICO 涉足人民币信贷业务将使自身有能力向西企提供中国本币，降低拟在华参与招标西企的经营成本。

据 ICO 透露，鉴于西中在“一带一路”等领域合作的不断发展，该局正研究发行人民币债券，但暂未确定届时负责债券发行的合作银行。按目前计划，拟在 2017 年夏末落实相关工作。业内人士表示，尽管发行规模亦未确定，但考虑到熊猫债的市场特点，总额不应过高，最终规模或在 2 亿欧元左右。

ICO 将面向拟参与中国大型基础设施项目的西企提供发行熊猫债所筹集资金。其中，Ferrovial 公司、ACS 公司和安迅能公司等建筑企业可将已在华设立分支机构作为拓展业务的重要跳板；Sacyr 公司、英德拉公司和 Tyspa 公司等建筑企业以及铁路基础设施管理公司、国家铁路公司和 INECO 工程咨询公司等大型国有企业也对进入中国市场表现出浓厚兴趣。

（摘自国际商报，何诗霏，2017 年 7 月 14 日）

[返回目录](#)

## 义乌成功发行全国县级市首单绿色永续债券

7 月 11 日，以义乌市国有资本运营有限公司为发债主体的 2017 年度第一期绿色中期票据成功发行，募集资金将用于市水务集团“义乌江水环境综合治理工程”项目投资。

据悉，此次发行的债券是全国首单由县级市成功发行的绿色永续债券，也是浙江省首单由国有企业发行的绿色债券。本期债券发行规模为 15 亿元，债券期限为 3+N 年，由兴业银行独自承销；本次发行 8 亿元，发行利率 5.48%，创近期永续债市场价格新低。

据了解，债券发行工作于 2016 年 8 月启动以来，市国资委、国有资本运营公司、水务集团等相关单位积极与主承销商、审计机构、资信评级机构等沟通对接，于今年 4 月 24 日获得中国银行间市场交易商协会批文，5 月 3 日至 4 日初

次发行时，因发行利率较高而终止。之后水务集团持续跟踪债券市场变化，并于近期择机发行成功，发行成本较初次发行最高下降 15%。

（摘自义务商报，2017 年 7 月 14 日）

[返回目录](#)

## 四维度扫描债券违约风险：东北华北数量多

据统计，从 2016 年至今，信用违约债券未及时拨付兑付资金总计 102 只，违约规模约为 589.94 亿元。其中，交易所共 15 只，违约规模 44.7 亿元；银行间共 65 只，违约规模 544 亿元；地方股权交易所 22 只，违约规模 1.24 亿元。银行间以 65 家违约主体的数量占比超过一半，深交所、上交所与地方股交所违约主体数量相差不大，银行间市场之所以占比较高的主要原因是本身存量占比就高。

### 连环违约集中

目前违约债券总额最大的是中城建集团，截止目前有 7 只债券违约，共计 118.5 亿元，占比总违约额近五分之一。其中违约规模最大前三只债券分别是 14 中城建 PPN004、14 中城建 PPN003、16 中城建 MTN001，违约规模分别为 30 亿元、20 亿元、18 亿元。除了中城建集团外，东北特钢也是当之无愧的违约大王。从去年至今东北特钢共 11 只债券发生了违约，共计规模为 79.70 亿；2017 年 7 月 10 日，东北特钢正式向法院提交破产重整计划草案，进入破产重整程序。

### 强周期性行业违约频发

记者梳理发现，违约债券主要集中在钢铁、建筑与工程、建材等行业，另外像电器部件与设备、食品加工与肉类等毛利较低的行业违约规模也较大。而在一些公共服务以及电子通信等行业信用事件“发生概率”明显较少。也有少量债券违约发生在基础化学、航空物流、金属与非金属、服装、鞋类等行业。“一个是周期性波动，一个是重资产行业，导致行业的债务都会比较大，是引起钢铁、建材等主行业债券违约的主要原因。”专家表示。研究人士认为债券违约频发行业主要是因为产能过剩严重，产业结构调整困难，企业经营效益大幅下滑；而且市场短期内也难现明显回暖迹象，导致在这些行业债券违约频发。

### 民营企业占比高

从企业性质来看，2016年初至今，民营企业违约率43.14%，一共为44只；国有企业违约率达29.41%，一共为30只；外商独资企业违约率为6.86%，一共为7只；民营企业违约额达259.3亿元，地方国有企业违约额为195.2亿元，中央国有企业违约额为40亿元，外商独资企业为63.8亿元，公众企业和集体企业分别为14亿元和16亿元。专家表示，民营企业往往不大，抗市场风险能力弱；而且，大部分民营企业都从事创新型企业，在垄断控制领域较少，因而遭受市场不稳定风险冲击因素较多，不可避免地出现债券违约情况。

### 东北华北债券违约数量多

据统计从2016年至今，102只违约债券中19只发生在辽宁省，其次为广东省、山东省、北京、上海，这5省市违约债券只数占比近60%。违约主体主要分布在华北、东北、东南沿海。华北、东北地区违约企业主要是产能严重过剩，如钢铁等行业的大型国企；东南沿海违约主体和违约金额排名都靠前的原因，主要是该地区民营经济发达、发债企业较多，当地的贸易、中小型制造业和建筑业在经济环境下行影响下很可能出现流动资金紧张和兑付困难的状况。

“主要存在两个相关性。一个缺乏现代企业经营活力的老工业基地，比如辽宁就属这一种形式，企业传统经营观念根深蒂固，短期内很难扭转不利局势；一个是经济比较发达地区，由于工业制造业、新兴产业比较活跃，聚集较多，发债企业问题较大。”专家表示。

### 经营状况恶化为主因

债券发生违约其主要原因是由于发行人经营状况恶化，现金流紧张，当债券到期兑付时企业资金链断裂，无法完成还本付息，从而出现了违约。

专家表示，近期债券违约事件频发主要有以下三个原因：第一，经济大周期向下导致企业偿债能力普遍低迷。信用债的偿还与企业经营业绩息息相关，企业经营业绩又受到经济环境的影响。周期性行业受经济增速放缓影响最大，债券市场是“躺枪”最多的；第二，我国债券市场规模逐年扩大，到期还钱压力也逐步增强，2017年集中到付约4万亿；第三，我国目前处于金融去杠杆阶段，银行同



业理财以及表外业务、券商资管业务都受到监管，债券发行也被影响。企业外部融资渠道受限，可能会出现流动性断裂和债务难以续接，从而导致债务违约。

虽然债券违约频发，但是我国债券市场长久以来存在刚性兑付的现象，政府及相关国企曾多次对公募债券违约风险进行兜底。随着市场走向成熟、打破刚兑，更好地让市场决定风险和收益的平衡是发展的必然趋势。

（摘自经济观察网，蔡越坤，2017年7月15日）

[返回目录](#)

## 房企海外债达 172 亿美元，后年偿债规模大

房企通过发行公司债融资的渠道被收紧已达半年多，融资难、回款慢的双重资金压力同时袭来，大中型房企开始在海外找钱。

### 海外输血猛增

今年上半年，多家房企重启了海外发债的融资渠道。据中原地产研究中心统计，上半年，房企海外融资额达 148.75 亿美元，几乎相当于去年同期的 2 倍。进入 7 月份后，大中型房企加入了海外融资阵营。在不足半个月时间内，5 家房企发布了总额达 23 亿美元的海外融资计划。

7月6日，龙湖集团成功发行 4.5 亿美元 2022 年到期 3.875% 的优先票据，票面利率创公司海外发债新低，龙湖地产也成为年内海外发债票面利率最低的民营房企。7月11日，泰禾集团发布两则公告，分别是关于全资子公司在境外发行美元债券及为下属公司融资提供担保及差额补足义务。募集资金不超过 10 亿美元，首期发行不超过 5 亿美元，期限不超过 5 年，并由泰禾集团提供无条件及不可撤销的跨境担保。同天，绿城中国成功发行 4.5 亿美元永续三年可赎回高级证券。绿城中国表示，5.25% 的分派率实现了公司境外永续证券发行的历史最低水平。接下来，7月12日，建业地产宣布发行 2 亿美元 2018 年到期票息 6% 的优先票据；7月13日，宝龙地产宣布，公司发行的 2020 年到期的优先票据，年利率为 5.95%。

专家认为，在境内发行公司债的渠道依然受阻，即使海外美元进入加息通道，房企仍旧不得不寻找海外融资（海外发债和海外银行贷款）。

## 后年进入大规模兑付期

事实上，据记者观察，自 2015 年下半年以来，公司债发行相对放松，上市房企蜂拥而至，大规模加码公司债替换之前融到的海外高息债。减少外币债比例，优化债务结构，是 2016 年多数上市房企财务总监最重要的工作之一。然而，当 2016 年 11 月份开始收紧公司债发行后，今年一季度开始，不少房企重新借道海外融资输血，海外债再度成为中国房企债务结构中的重要成员之一。民生证券一份研究报告显示，2007 年以前，房企境内外债券市场融资规模较为接近；2010 年起，在人民币升值预期下，房企为拓宽资金用途，主要通过海外进行融资，2010 年境外融资规模占境内外总发债规模的 84.73%；2011 年到 2013 年，境外融资规模在境内外总发债规模的占比均在 50% 以上；2015 年起，随着境内融资政策的放松，境内融资成为房企融资的主要途径，境外融资规模占比不足 10%；2017 年一季度，随着境内融资政策的紧缩，境外融资规模开始逐渐上升。总体而言，房企是否进行境外融资主要受境内外相对融资政策和环境的影响。

而从融资成本方面来看，从 2010 年开始平均发行利率波动下行，由 2010 年的 11.21% 降至 2017 年 6.02%，2010 年所发行的美元债中大部分为发行利率超过 10% 的高票息债券，此后高票息债券逐渐减少，2016 年无票息超过 10% 的美元债。而在境内发行利率方面，2010 年至 2017 年期间平均发行利率在 5.0% 到 7.1% 之间窄幅波动。

不过，美元债到期分布相对较为均匀，2019 年将迎来兑付高峰。目前房地产企业境外存量债券总规模为 875 亿美元，按当前汇率折算约合人民币 6019 亿元，今年待偿还债券总额为 64 亿美元，2018 年到期量为 152 亿美元，2019 年到期量最高为 206 亿美元，总体相较境内债券偿债压力较小。

由此可见，综合来看，今年房企偿债压力相对较小，但明年境内债务进入偿还高峰，2019 年，境外债务也将进入偿债高峰，未来两年内存量债券到期压力较大。

（摘自证券日报，王丽新，2017 年 7 月 18 日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 中国城市建设控股集团就债务兑付方案发声

中国城市建设控股集团有限公司（简称“中城建”）近日公告称，承诺将多方努力、筹措资金保障债权人利益，尽快筹划并落实债务兑付方案。

公告称，公司控股股东拟收购一处净资产约 130 亿元的房地产开发项目，后续通过相关安排，以其持有的项目权益或项目资产为公司债权人提供增信或兑付安排。同时，中城建将与华融资产管理公司合作组建平台公司发展 PPP 项目，目前该平台公司 PPP 项目规模近 3000 亿，未来可实现利润将过百亿。此外，公司宣布预计将在 2017 年 12 月 18 日前完成香港点心债剩余金额兑付任务。

（摘自中国网，2017 年 7 月 12 日）

[返回目录](#)

### 东北特钢“15 东特钢 PPN002”不能按期足额兑付本息

东北特殊钢集团 2015 年第二期非公开定向债务融资工具应于 7 月 17 日兑付本息，因公司重整工作仍在进行，不能按期兑付本息，已构成实质性违约。本期债券发行总额 8.7 亿元，发行期限为 2 年。

东北特钢破产重整始于去年 10 月，在债务压顶并多次出现债务违约后正式进入司法破产重整阶段。去年 10 月，抚顺特钢公告称，经大连市中院裁定受理对东北特钢集团及下属子公司东北特钢集团大连特殊钢有限责任公司、东北特钢集团大连高合金棒线材有限责任公司的重整申请。值得注意的是，抚顺特钢并不在重整范围内。

抚顺特钢披露上述消息后，外界一直保持高度关注，但重整草案迟迟不见下文。今年 4 月 10 日、5 月 10 日，东北特钢先后两次延期提交重整计划草案。

今年 4 月，市场就传出东北特钢重整方最有可能是身处辽宁省的央企鞍钢集团。5 月，当东北特钢的重整计划草案二度爽约时，又有传言称，鞍钢集团准备参与东北特钢重组，占股比例预计为 51%。

（摘自凤凰网，2017 年 7 月 18 日）

[返回目录](#)

## 联合视点

### 绿色债券的推动为新能源汽车相关产业的融资提供了窗口

#### 一、绿色债券的发展

国内绿色债券起步时间相对较晚，2015年12月，中国人民银行发布绿色金融债券公告（39号文），明确绿色金融债有关事项，标志着中国绿色债券市场正式启动，并将中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券支持项目目录（2015年版）》作为绿色产业项目界定与分类的参考依据；国家发改委和中国证监会也相继发布《绿色债券发行指引》和《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》，对绿色债券的适用范围及支持重点、审核要求及评估认证等方面提出了规范性要求。2016年8月，中国人民银行、财政部等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，对“绿色金融”给出了明确定义。

#### 二、绿色债券市场的发行规模和特征

自2016年绿色债券市场启动至2017年6月底，中国境内绿色债券和绿色资产支持证券共计发行80只（含1只国际机构债），发行规模达2573.20亿元，涉及发行主体50家。

绿色债券发行主体覆盖了民营、国资以及混合所有制等多种类型的企业，主体信用等级位于AA~AAA区间，其中AAA发行主体占48%；发行期限以3年、5年期为主（占80只债券的83.75%，包含3+N、5+N的特殊期限设置，符合中长期筹资特性），发行品种除普通中期票据，也包含了附调整票面利率选择权和投资者回售选择权的中期票据以及附到期赎回权的永续中票等。针对绿色企业债，若发行人主体信用等级AA+（或以上）且运营情况较好，允许募集资金置换由在建绿色项目产生的高成本债务，用途覆盖较广。

#### 三、新能源汽车及配套产业的发展

作为目前国家大力发展的产业之一，新能源汽车发展迅猛，根据中国汽车工业协会统计，新能源汽车在2013~2016年的销量分别为1.76万辆、7.48万辆、33.11万辆和50.70万辆；2016年的纯电动汽车和插电式混合动力汽车销量分别为40.90万辆和9.80万辆，同比增长65%和17%。目前国内发行成功的绿色债

券中，有两只与新能源汽车及动力电池产业投资相关，均为无担保企业债券。

从制造企业的角度看，规模较大的厂商企业大部分隶属于大型汽车集团、大型制造企业以及跨界投资的大型企业、上市公司，上述厂商企业在融资渠道、担保增信等方面的可选择性较强，且部分企业采用外购电池方式，资本支出压力尚可可控；但由于补贴发放滞后以及在生产过程中大量垫资，在营运资金方面存在缺口。

而从新能源电池制造企业的角度看，下游需求大增拉升了电池企业的收入、利润，为进一步扩大盈利、巩固份额，国内电池企业通过新建、并购以提升产能，同时出于对续航里程、轻量化的需求，部分企业在采用磷酸铁锂电池技术的基础上，布局三元材料电池项目，导致债务快速增长；但作为汽车核心部件的供应商，电池企业仍具有一定产业地位，其良好的经营获现能力为偿债提供了保障。

从资金需求看，大规模资本支出需要“额度较高的单笔融资”，同时“产业利润随竞争加剧而摊薄”的预期需要“成本更合理”，绿色债券从发行用途、募资额度、增信等方面均为企业提供了可选方案。

#### 四、结论

“新能源汽车及其动力配套”类项目符合“清洁交通”大类下的“新能源汽车”二级分类的标准，已有成功发行绿色债券的案例；目前该产业相关企业在下游需求的支撑下纷纷布局产能提升以及新技术建设，从资金需求和技术升级的角度看，未来对外部融资仍有较大需求；考虑到绿色企业债的高信用等级发行人被允许募集资金用于置换由在建项目产生的高成本债务，并鼓励拓宽担保增信渠道，绿色债券的发行可从资金及成本等方面有效满足企业需求。

财政税收优惠政策的配套是提高绿色债券吸引力、促进绿色债券发行的重要措施之一，国内目前正处于鼓励新能源汽车推广的时期，对于终端的整车产品按量给予每台车一定金额的补贴，其中单车补贴金额针对了电池的成本，整体补贴量体现了产能的释放程度，属于“有针对性的、可操作的”财政优惠政策。从资金角度讲，近1~2年新能源汽车市场扩张迅猛，电池企业纷纷扩大产能或投资新技术，整车企业由于新能源补贴发放滞后、采购垫资等原因导致营运资金缺口，对各种期限配比的债券融资均有需求。

综上所述，对于处在新能源汽车产业链上的企业，未来的短期、中长期资金

需求均有显现，绿色债券的推广将为其外部融资提供了一个良好的窗口。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170712/147776024.shtml>

（摘自中国债券信息网，工商一部贺苏凝供稿，2017年7月11日）

[返回目录](#)

## 2017年第二季度短期融资券利差分析报告

### 一、短融发行基本情况

本季度，共有 118 家企业累计发行短融 122 期，发行总额为 1020 亿元，发行家数和发行期数环比增幅均在 20% 以上，发行规模环比增长 9.06%，发行家数、发行期数和发行规模的同比降幅均在 10% 左右。短融发行量环比增幅较大可能是由于 6 月以来资金面有所缓解，推迟和取消发行情况有所减少，同时受到本季度新增违约较少影响，投资者信心有所恢复；短融发行同比下降主要是由 2017 年以来资金成本上行所引起的。

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。从发行期数来看，本季度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级~AA 级，占比（98.36%）环比和同比均有所升高。其中 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，其在总发行期数中的占比（45.90%）环比增幅显著，同比略有下降；AA-级主体所发短融仅有 2 期。短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显。从发行规模来看，本季度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在发行总规模中的占比为 99.12%，环比和同比变化不大。其中，AA+级主体所发短融规模自上季度起超越 AAA 级主体所发短融规模，本季度占比（35.00%）仍最高，占比环比下降 5.3 个百分点，同比上升 10.31 个百分点，增幅较大。AA 级（含）以上主体所发短融规模分布更为均匀。整体来看，短融发行主体的信用等级分布仍然主要集中在于 AA 级（含）以上级别，且 AA 级（含）以上级别主体所发短融规模趋于均等化。

### 二、利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融均采用固定利率发行。

本季度，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过逆回购、中长期借贷便利、常备借贷便利等措施，资金面整体保持紧平衡状态，利率呈现波动上行趋势。具体来看，本季度一年期贷款基准利率维持在 2016 年初以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率于 2016 年前三季度维持平稳走势，自 2016 年四季度以来因流动性阶段性趋紧导致小幅持续上行，但六月份由于资金面有所缓解出现回落，本季度的平均水平（3.36%）较一季度（2.77%）和上年同期（2.31%）分别上升 0.59 和 1.05 个百分点。

本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率上升趋势大致相同。本季度一年期短融的平均发行利率（5.28%）高于一年期贷款基准利率，且较上季度（5.05%）和上年同期（3.94%）的平均水平均有明显上升，但波动性环比略有上升，同比有所下降。本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007 利率走势较为一致，均呈小幅上行趋势，但波动较大。本季度 AA 级（含）以上级别所发短融的发行利率重叠较多。各级别主体所发短融的发行利率基本均高于一年期贷款基准利率。

### 三、利差分析

本季度，剔除 4 期发行期限在 1 年内的、5 期有担保的短融后，短融样本共计 113 期。

本季度，银行间债券市场资金面整体保持紧平衡，但违约事件有所下降，短融发行利差和交易利差整体呈现小幅波动下行态势。本季度“13 东特钢 MTN2”、“12 春和债”和“14 山水 MTN002”等债券相继发生违约，但由于多数违约债券发行人均非首次违约，投资人对其风险已有预期，其违约对债券市场的冲击有限。在此背景下，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差环比均呈现不同程度的收窄，但同比均呈现不同程度的扩大。本季度，一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致，新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出明显的区分度，主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高；各级别发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数环比和同比均有所下降，表明各级别的利差稳定性有所上升。Scheffe 检验结果显示，在 95% 的置信水平下，AA+级与 AA 级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别间的利差 I 及利差 II 的差异均显著。Mann-Whitney U 两独立样本非

参数检验结果显示，在 95% 的置信水平下，各级别主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异均显著。上述检验结果表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170717/147794668.shtml>

（摘自中国债券信息网，研究部郝帅、林青供稿，2017 年 7 月 12 日）

[返回目录](#)

## 《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》简评

近日，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97 号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定，收费公路专项债成为继土地储备专项债券（简称“土储专项债”）之后第二个地方政府专项债券创新品种。根据“97 号文”，收费公路专项债是指地方政府为政府收费公路建设而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的地方政府专项债券。

### 一、收费公路专项债出台意义

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，发行地方政府债券成为地方政府实施债务融资新建公路的唯一渠道。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。政府收费公路具有相对长期稳定的收益来源，收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。随着收费公路专项债的正式落地，地方政府债务、平台公司的定位将更加明晰。

### 二、收费公路专项债条款分析

（1）发行主体方面，收费公路专项债发行主体应为省级政府，县级政府如需发行，由省级政府统一发行并进行转贷，经省级政府批准，计划单列市政府可以自办发行。

（2）募投项目方面，收费公路专项债只能用于政府收费公路的建设，不得用于其经常性支出、公路养护支出以及特许经营公路建设，也不得用于偿还存量



债务；从技术等级来看，由于二级以下（含二级）公路不再收费，此处收费公路主要包括高速公路及一级公路等。收费公路专项债可以对应单一项目发行，也可以对应一个地区的多个项目集合发行。

（3）期限结构方面，地方政府专项债券期限为1年、2年、3年、5年、7年和10年，由于政府收费公路收费期限较长，目前一般为15年或20年，基于收费公路专项债期限与政府收费公路收费期限相适应的原则，收费公路专项债单次发行不超过15年，鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构，可以约定提前或延迟偿还债券本金的条款，但“97号文”对延迟偿还本金条款并未做明确规定。

（4）发行额度方面，收费公路专项债纳入地方政府专项债务限额管理，占用地方政府专项债额度，但土储专项债与收费公路专项债每年有各自的限额，互不占用。

（5）项目资产抵质押方面，为发行收费公路专项债而建设的政府收费公路项目，其资产和收费权均不得用于抵质押，防止资产重复融资。

### 三、收费公路专项债偿债能力分析

收费公路专项债偿债资金来源为与发债项目对应的、纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入，其中，专项收入包括政府收费公路项目对应的广告收入、服务设施收入、收费公路权益转让收入等，强调了项目资产与收益相对应的原则。

土储专项债的偿债资金来源为国有土地收益基金收入，相比之下，收费公路的车辆通行费收入、专项收入在政府性基金收入中占比较小，且通行费收入易受相邻路段分流、改扩建等因素影响而具有波动性，建设期和运营初期，路产尚处于培育阶段，通行费收入、专项收入可能存在无法覆盖债券本息的可能，考虑到政府可能给予部分车辆购置税等一般公共预算收入安排的补助资金，其保障能力有所增强。此外，应关注收费公路专项债期限与通行费收入实现的匹配性，若发行期限较短，累积的通行费收入、专项收入不足以偿付债券本息，届时可能采用债券延迟偿还本金条款。鉴于收费公路专项债重点支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划由政府收费公路项目建设，车流量规模和车辆通行费收入更为稳定，对债券本息的偿付能力较有保障。

对于收费公路专项债而言，投资者对其信用风险的评估除对发行人自身实力的评价外，更要加强对募投项目自身的收益实现、条款设置等方面的评估和考量。查看全文请点击 <http://mt.sohu.com/20170714/n501346043.shtml>

（摘自搜狐网，公用事业二部刘秀秀供稿，2017年7月14日）

[返回目录](#)

## 水泥行业 2016 年研究报告

2016 年以来，全国水泥需求有所回升。中央和地方发布多项化解过剩产能压力的水泥行业政策后，行业协会和主导企业积极行动，区域自律、竞合和错峰生产执行效果良好，供给侧改革初见成效，水泥售价有所回升，但“南强北弱”态势仍然存在，区域内企业分化加剧。国家出台的一系列行业政策也在推动水泥企业产能整合、产业升级、发展循环经济等方面发挥了积极作用，未来行业内产能规模、技术水平等领先企业的竞争优势将日益凸显。

从水泥行业发展来看，短期内，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、水泥企业联合重组以及行业自律的有望继续推进，主导企业基本能够在行业景气度低迷周期中保持相对稳健的经营态势。长期来看，水泥行业将会形成以大集团为主导的区域性市场格局，绿色工业和产品升级创新将成为行业内企业的发展方向。从企业经营及财务情况来看，虽然行业内企业收入和利润规模同比显著增加，但部分水泥企业主营业务仍亏损严重；短期债务占比较高，自身经营现金流对流动负债覆盖程度低，外部融资需求较大。同时，由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，导致不同区域的水泥企业经营效益差别较大。

整体看，水泥行业整体信用品质向好，但东北、西北地区水泥企业和各区域内中小型水泥企业信用风险相对较高，联合资信将保持对区域需求持续低迷，竞争优势不明显、环保成本压力大、融资成本高的水泥企业的持续关注。联合资信对水泥行业的评级展望为稳定。

查看全文请点击 <http://www.lhratings.com/research.html?type=3>

（摘自联合资信网站，工商二部刘珺轩、刘艳婷供稿，2017年7月14日）

[返回目录](#)