

市场概述 Market Overview

2014 年债市重大事件盘点及 2015 年市场展望

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2015/01/04

2014 年整体而言是中国债券市场发展、大扩容的一年，也是债市整顿重塑的一年，不管来自监管层的重磅政策还是市场层面的创新，都足以让 2014 年在中国债券发展史上留下重笔。

本文将盘点 2014 年中国债券的十大新闻事件，从逻辑脉络上来讲，去年尽管债券市场大事要事频出，但基本围绕几个主题：地方债务清理、债市融资创新以及债市整顿。在文中对十大新闻事件分主题进行盘点，时间顺序次之。

地方债务清理是 2014 年债券市场的重要主题，在所选十大新闻事件中，有四件源自该领域，而且该领域出现的系列监管文件皆为市场重磅。

一、地方债自发自还试点扩大——地方债清理序曲

2014 年 5 月下旬，财政部《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，明确 2014 年上海、浙江、广东、深圳、江苏、

山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还，从统一财政部代发到地方政府自行发债再到试点自发自还债券，地方市政债试点再进一步，尽管在全年 4000 亿地方政府债券中，自发自还债券总额仅为 1092 亿，但标志着地方举债机制的进一步规范，也为疏堵结合清理地方融资平台债务提供制度条件。

二、43 号文——地方债清理正式启动

2014 年 10 月 2 日，国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》即国发〔2014〕43 号文。43 号文正式启动地方融资平台债务的篇章，该文件的核心内容包括规范地方举债机制，理清企业和政府债务关系，也就是剥离了地方融资平台政府融资职能，同时该文对存量债务的偿还方式以及后续的融资渠道也做了具体安排。

可以说 43 号文基本上宣布了城投债

“寿终正寝”，随后发改委、财政部、证监会、交易商协会、中证登等监管部门等纷纷出台各种政策以配合 43 号文精神，不管是发改委提高城投债的审批门槛，还是交易商协会出台的收紧主承对城投企业融资工具的尽调口径，都基本顺着 43 号文的逻辑落地。

三、中证登 128 号文——地方债清理黑天鹅

尽管 43 号文以及后续的系列监管文件(包括征求意见稿)都给市场就城投债逐渐退出市场舞台做了心理准备，12 月 8 日中国证券登记结算有限公司(“中证登”)一纸企业债回购新规《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》还是打乱了整个市场的预期。

该通知规定：“暂时不受理新增企业债券回购资格申请，已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库；同时规定债项评级达不到 AAA 级的企业债券不得新增入库，有新增入库的将强行出库。”

因为出于高流动性、低利率成本、低风险的因素，城投债是市场机构进行质押回购交易的主要券种，新规出来，整个市场近 6 成的企业债集体丧失质押回购资格。受此强大利空影响，整个债市遭到强大抛压，买盘几乎全部丧失，当日上证转债指数跌 7.82%，中证转债指数跌 7.68%，成为 2014 年全年债市交易

最差的一天。而且这种后续影响持续，进而引发了后来“14 常宁债”和“14 乌城投债”临发行(或已经发行成功)被剔除政府债务范围的两单乌龙事件。

四、“14 常宁债”和“14 乌城投债”——政府诚信闹剧与地方 43 号文

城投债之所以被市场所追捧，之所以出现发行成本甚至一度逼近利率品种，其主要原因就在于背后有强大的政府隐性信用背书，但问题在于中证登回购新规之后出来的两单乌龙事件证明政府信用有时甚至堪比儿戏。

其中 14 常宁债在临发行的最后一刻被常宁市财政局从政府债务中除名，14 乌城投债则是在已经发行成功后，当地财政局不再承认其属于政府债务，引发投资者拒绝缴款，使得发行流产，地方政府诚信开始遭到怀疑。在出了两个闹剧之后，山东省正式出台地方版 43 号文，明确规定不救助县级融资平台，为其他各省出台类似文件提供了范例，也为地方城投债发行划下更清晰的界限。

五、银监会 ABS 审批制转备案制

11 月 20 日，银监会发文《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》(银监办便函 1092 号文)(下称“1092 号文”)，标志着银监会信贷资产证券化开始正式执行备案制，标志着信贷资产证券化的双审批制正式退出历史舞台。

六、基金业协会 ABS 备案制落地

与银监会废除审批制相隔不久，12月24日，中国基金业协会公布了关于发布《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则的通知，备案系统已经上线处于试运行阶段。基金业协会的备案制执行负面清单管理，即支持资产不在负面清单当中即可在中基协进行备案发行。

七、平安 1 号资产证券化产品交易所上市

6月16日，平安1号小额信贷资产证券化产品交易所上市被央行叫停，尽管经过一周的纷扰，最终平安1号恢复上市，并且也成功地绕开了银行间市场。

但这件事情之所以影响较大，归根结底这场纠纷反映出的是中国债券市场最根本的一个问题，即多头监管导致的市场分割，债券市场互联互通仍然任重道远。目前尽管交易所市场和银行间市场都在扩容，但两个市场的通道仍然未打开，跨市场发行目前仅有转托管的方式。

八、开启债市违约——超日债

今年3月4日晚间，*ST超日公司发布公告称，因公司流动性危机尚未化解，无法按时支付2011年发行的公司债券“11超日债”的利息，这是中国公募债券市场上的首单实质性违约事件。

超日债违约的消息令市场为之振奋

不已，因为一个健康的市场不可能是一个持续刚兑的市场。随后，包括13华珠债、12津天联、12金泰债等多只债券出现实质性违约，公募债券市场无违约的历史终于被打破。但同时，11超日债作为中国债券违约历史上的标志性个券，最终于12月20日成功兑付再度导致刚刚建立起来的风险定价意识被扭曲，甚至给投机者留下“中国垃圾债市场黄金遍地”的幻像。

九、乙、丙类户回归

在2013年债市整顿风暴中，丙类户（即银行间市场的非金融机构法人）因为涉及利益输送被禁止，今年8月份即已传出央行已经批准交易商协会主管下的北京金融资产交易所（即北金所）重返银行间市场。11月3日，上述传闻被正式公布；丙类户的回归在于构建债券交易市场的分层机制，与此不可分割的自然也是乙类户的回归。

11月底，乙类户也被证实宣布在严格遵循“做市商制度、连续报价、点击成交”等原则的基础上建立一个分层的银行间债券市场，包括做市商分层和投资者分层，通过限制交易方式、缩小交易对手方范围等，最大程度的降低利益输送的空间。乙类户和丙类户的重启对于建立一个完善的分层的银行间债券市场，活跃债券市场流动性方面具有重要

作用。

十、债市风暴

债市反腐在今年继续，基本上从债市领域横扫到基金、银行等各个相关领域，下至从“80后”的明星基金经理，上至行业元老，机构高管。

如果说去年的债市打黑是个序曲，2014年可以说已经到了峰值，其标志就是发改委财金司司长张东升被查、有着债市一姐之称的国信证券固收事业部总裁孙明霞、国海证券总裁齐国旗被批捕，甚至连已经退隐多年的大佬级人物胡关金也已经被刑拘。

用“超强牛市”来形容2014年债市，应该不为过。去年全年债券疯狂走强，超过此前市场预期，债券投资者也基本都赚得盘满钵满。那么，2015年债市会如何，应该是大家关心的重要话题之一。对此，分析师认为，今年债市机会仍存，

但需求关注度较去年将明显减弱，收益率降幅亦有限，赚钱效应可能不如去年。2015年是中国经济转型的关键一年，预计起初经济的下行压力将依然延续，增长目标有望下调。不过在改革政策的强劲推动下，经济结构的转型升级将会陆续进入实质阶段，但经济实现真正企稳的具体时点还要由改革的进度和成果来决定。流动性方面，在经济面临下行压力、通胀水平维持低位的背景下，不论是财政政策还是货币政策都将具备进一步的放松空间。因此，2015年债券市场投资机会仍将存在，不过，考虑到股票市场的估值修复过程或将持续，因而资金对于债市的关注度会有所削弱，需求端的波动或将带来期间的震荡，希望投资者密切关注。

以上供参考，谢谢！

如果您对本文有任何评论和见解
请发电邮至: shmarketing@cfets-icap.com.cn
更多信息, 请登录网站: www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料, 上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点, 并不代表公司的看法。