截至6月末共有356个境外主体通过债券通进入银行间债市——

债券通满周岁 熊猫债受青睐

经济日报·中国经济网记者 陈果静

热点聚焦

债券通“北向通”开闸一年来，更多境外资金流入，持债规模快速增长，有力推动了中国债券市场进一步开放。未来，我国将进一步完善“熊猫债”发行制度安排，发行者可自主决定所募资金是用在中国境内或者是调到境外使用。同时，将进一步解决和落实境外机构关心的券款对付结算（DVP）、税收、衍生品交易等问题

从去年7月3日起，债券通“北向通”开闸至今已满1年。债券通公司公布的最新数据显示，2018年6月份，债券通债券交易保持增长，交易量达1309.21亿元，环比增长97%，境外机构买入量占比57%。截至2018年6月末，共有356个境外主体通过债券通渠道进入银行间债券市场。随着更多境外资金流入，境外投资者持债规模增长，债券通相关制度安排将进一步优化。

境外投资者看好我国债市

数据显示，截至2018年6月末，进入我国银行间债券市场的356个境外主体中，境外非法人产品账户数量占56%，境外商业银行占22%，境外证券公司占8%；按地区分布统计，约59%的债券通境外机构主要集中在中国香港，其他则分布在新加坡、美国等多个国家和地区。

还有数据显示，截至2018年7月3日，已有30只债务融资工具通过债券通面向境内外投资者完成发行，金额合计687.6亿元。其中，共有30多家境外投资者通过债券通参与投资，总投资规模83.27亿元，占总体发行规模的比例为12.11%。

“债券通运行一年来，以稳步、有序、可控的方式推动了中国内地债券市场的进一步开放。”香港交易所主席史美伦表示，在交易前的市场准入环节、交易中的价格发现和信息沟通以及在交易后的托管结算方面，债券通的运行都提升了市场的效率。

值得注意的是，债券通“周岁”之际报价机构名单迎来扩容。中国外汇交易中心公告显示，7月3日起，根据报价定价能力、国际业务拓展等情况，债券通新增10家报价机构。截至目前，债券通报价机构共有34家。

完善“熊猫债”发行安排

债券通开通以来，境外投资人参与银行间债券市场的深度和广度日益增加。熊猫债尤其是主权机构发行的熊猫债，在吸引中长期优质境外投资人参与银行间债券市场方面发挥了重要作用。

今年3月20日，菲律宾在我国银行间债券市场成功发行人民币债券，发行规模14.6亿元，期限3年，票面利率5.0%。这是东南亚地区第一只政府类机构熊猫债。这一债券通过“债券通”面向境内外投资者发行，获得了踊跃认购，其中境外投资人获配占比88%。

业内人士认为，债券通为境外投资者提供了成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道，取得了良好的示范效应，也有效地扩大了熊猫债券的投资群体，提高了熊猫债券市场的活跃程度。一方面，目前在银行间市场发行熊猫债的主权机构资质较为优良，并且在国际市场较为活跃，国际投资人较为熟悉和认可；另一方面，从以往经验来看，银行间市场熊猫债发行人较为倾向于发行中长期债券开展融资，符合境外主权基金、商业银行、信托等大型机构投资人的投资偏好。

未来，熊猫债的发行制度将进一步完善。中国人民银行副行长潘功胜表示，有关境外机构发行境内债券的专门规则即将发布，使得境外发行人有更加清晰明确的发行指引。具体而言，这项制度安排将简化境外机构在中国大陆发行债券的发行管理，如金融机构来发行熊猫债由央行核准发行，非金融机构、境外的主权机构发行熊猫债由交易商协会进行注册发行，而且在发行的安排上可以一次注册、分次发行。同时，强化发行主体的信息披露，强调信息披露的准确、完整和及时，同时完善投资者保护机制，以及完善熊猫债发行的配套制度等。

潘功胜表示，将充分考虑国际情况，确定适当的会计准则要求，扩大认可的审计机构的范畴，支持国际评级机构参与评级。通过熊猫债发行募集的人民币资金，发行者可以自主决定是用在中国境内或者是调到境外使用。

进一步优化配套措施

“北向通”运行良好，下一步市场更关注的是债券通“南向通”何时开通。对此，央行金融市场司司长纪志宏表示，从技术上来讲，有基础和条件做反向安排，同时也希望充分收集市场投资者的需求。纪志宏还指出，“南向通”开通取决于转换成本以及金融市场基础设施的协同效能。

为更好地接纳境外投资者进入，债券通相关制度安排将进一步优化。对于实现交易分仓问题，潘功胜表示，外汇交易中心前期做了大量工作，系统开发也已经完成，预计7月中旬可以正式上线。

投资者普遍关注的另一个问题是能否实现券款对付结算（DVP）。潘功胜表示，目前直接入市的渠道以及在上海清算所托管的债券都实现了DVP结算，中央结算公司托管的相关债券DVP结算初步计划在8月份完成。

此外，对于税收、衍生品交易和手续费等方面政策，潘功胜表示，将很快明确有关境外投资者投资境内债券市场的税收安排。另外，在回购和衍生品交易方面，将开放债券通下境外投资者开展回购和衍生品交易。交易手续费方面，有关交易平台费用将大幅度下调，手续费降幅在50%左右。

在交易平台方面，潘功胜透露，央行正积极推进与其他国际主流电子交易平台的合作准备工作。“摩根大通、花旗等国际主要债券指数供应商也在积极研究将中国的债券纳入其旗舰债券指数。”潘功胜表示，这有助于增强指数代表性和吸引力，有助于国际投资者优化债券资产配置，有助于推动中国债券市场改革发展，也有助于提升中国金融市场国际影响力。

定向降准前，央行连续八个工作日净回笼资金——

市场流动性将保持合理充裕

本报记者 李华林

7月4日，中国人民银行开展100亿元7天逆回购操作，当日有600亿元7天、300亿元14天逆回购到期，净回笼800亿元。

自6月25日以来，央行连续8个工作日通过公开市场回笼流动性，累计净回笼6200亿元。7月2日和3日，央行发布公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响，不开展公开市场操作。两天共净回笼1700亿元。

市场分析，在刚刚过去的6月年中时点，央行综合运用各种货币政策工具，保持了流动性合理充裕。6月19日，在开展1000亿元逆回购操作的基础上，央行又开展了1年期MLF（中期借贷便利）操作2000亿元。在6月19日增量续作MLF后，6月公开市场实现了净投放4035亿元。

据机构统计数据显示，7月2日，银行间市场隔夜利率较前一日下跌65个基点，7天下跌75个基点，14天下跌101个基点，这意味着当前资金短期充裕。随着半年末资金面担忧消除，央行此时通过公开市场操作“削峰填谷”，以稳定资金面水平，符合预期。

值得注意的是，最新一次定向降准于7月5日正式实施，预计将释放7000亿元流动性。虽然央行表明此次定向降准旨在进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度，但市场仍不乏有货币政策转向全面放松的论调。有专家表示，央行在公开市场持续回笼流动性，也旨在提示，此次定向降准并非是“放水”，我国稳健中性货币政策基调保持不变。

在近期召开的央行货币政策委员会第二季度例会也指出，要继续密切关注国际国内经济金融走势，加强形势预判和前瞻性预调微调；稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。

展望接下来流动性状况，天风证券团队表示，尽管7月份商业银行流动性风险管理办法以及定向降准政策正式执行，当月资金面也存在逆回购到期量较大、缴税量超预期等不确定性因素影响，资金面可能并非一片坦途。但在央行“保持流动性合理充裕”取向下，资金面大概率可保持平衡。

原油期货相关合约手续费缘何调整

本报记者 祝惠春

7月3日，上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心发布《关于调整原油期货相关合约交易手续费的通知》，自2018年7月5日交易（即7月4日晚夜盘）起，原油SC1810合约交易手续费从20元/手调整为5元/手。原油SC1811合约交易手续费从20元/手调整为10元/手。上述合约进入交割月前一个月第一个交易日起，交易手续费恢复为20元/手。

为何做此调整？相关人士解释，这次调整主要是为了完善合约连续性，促进品种功能进一步发挥。合约连续是企业利用期货定价的重要基础。

隆众咨询副总经理兼首席战略官闫建涛认为，上海原油期货上市逾3个月以来，国内外投资者热情高于市场预期，开户近3万户。调整交易手续费有助于降低原油期货投资者的交易成本，提升交易活跃度，有助于扩大两个合约的成交量和持仓量，有利于主力合约的平稳过渡。这一政策红利也将稳定9月份交割正式开启后的市场发展。中海油进出口公司首席经济师佘建跃也认为，此举有利于原油期货远月合约的流动性改善和主力合约平稳换月，提升远月流通性。

隆众咨询原油分析师李彦表示，经过调整后的上海原油期货手续费与国际比较，更显合理。国内投资者对上海原油期货的偏好也会进一步加强。

自3月26日上海原油期货上市以来，主力合约1809交投活跃，已然成为全球第三大原油期货。主力合约在中东交割油种跨区套利锚定机制下，与国际油价展现了良好的联动性，原油价格发现功能初步显现。

不过，市场普遍关注到，后续合约的交易流动性偏弱。一个完整的期货价格发现功能不仅仅体现在主力合约上，而应体现出具有合理流动性分布的、由各远期合约共同构建的“远期价格曲线”。因此，专家认为，只有上海原油期货形成可交易的系列远期价格，上海原油期货才能发挥出区域市场供需晴雨表的功能，才能有效反映区域市场的供需状态。为此，上海国际能源交易中心适时降低1810/1811合约交易手续费，积极引导移仓，实现1809合约向1810合约连续换月，十分必要。

转债市场出现网下零申购

跌破面值案例也有所增加

本报记者 周 琳

随着权益类市场持续调整，上市公司可转换债券申购遇冷。湖北广电可转债网上中签率创出1.01%的新高，而网下更是出现了零申购的罕见景象。

6月28日，湖广转债公告称，本次发行最终确定的网上向社会公众投资者发行的湖广转债为1446.70万张，共计14.46亿元，占本次发行总量的83.45%，网上中签率约为1.013%。但本次网下发行规定时间内，未收到投资者提交《网下申购表》等相关文件，且未收到投资者缴纳保证金，无有效申购。

在牛市中，可转债拥有较好的套利机会，可分享股价上升带来的超额收益；若大盘行情不好，公司股价低迷，投资者可拿住不动，获得稳定的债息。总体看，可转债的行情走势本质上还是与正股（权证对应的股票）密切相关，同时受到市场发行供需、投资者情绪等因素影响。

2017年，证券监管部门出台相关规定，上市公司非公开发行股票融资限制增加，而可转债融资相对得到鼓励，大量上市公司相继发布转债融资预案，可转债市场快速扩容。Wind资讯统计，截至2018年7月2日，可转债市场存续债券数量增至95只，最新债券余额超1500亿元，并且累计有多个可转债预案待发行，可转债投资标的的大幅增加，带来更多投资机会。

与近期权益市场走势低迷相呼应，可转债跌破面值的案例也有所增加。截至7月2日，今年发行的可转债中有15只已经跌破面值100元，占比超过70%。由于正股股价表现回落，部分上市公司主动向下调整可转债转股价格。根据海通证券统计，今年以来已经有6起转债下修预案。

海通证券宏观分析师姜超表示，目前转债下修的原因主要有3类：一是上市公司面临回售或偿债压力，被迫下修；二是大股东参与配售，持有转债亏损，有减持或止损需求；三是上市公司有补充资本、降低财务费用等需求。

兴全可转债偏债混合型基金经理张亚辉认为，当前可转债价格已处于历史底部，可转债具备相对抗跌、“进可攻退可守”的优点，一旦市场企稳，可转债也将出现结构性反弹。但是，短期看可转债投资机会还需看正股本身表现，需要自下而上寻找有基本面支撑的转债。

多方协力促银行债转股有序推进

周茂华

财经观察

近日，为推动市场化、法治化银行债转股健康有序开展，规范银行债转股业务行为，提高债转股效率，银保监会印发了《金融资产投资公司管理办法（试行）》。

债转股作为债务重组的金融创新模式，国内已有不少有益探索。上世纪90年代末，债转股的主要实施形式是，国家成立专业金融资产管理公司处置商业银行的不良资产，将银行对企业债权转换为金融资产管理公司对企业股权，以此稳定金融体系。本轮银行债转股初衷是降低企业杠杆率，为部分高债务杠杆优质企业赢得转型发展时间，同时降低银行潜在坏账风险，稳定金融体系和宏观经济，推进供给侧结构性改革。

但是，本轮债转股在实际推进过程中还存在一些难点和问题。

银行风险管理难度上升。本轮债转股使得银行由原来收取固定收益的债权人转换为企业股东，银行需要与企业共担经营风险，银行实际上进行了一项风险投资。同时，债转股拉长资金回收期，银行资金周转率下降，其流动性管理难度有所上升。

退出机制有待完善。退出机制是市场化债转股运作的重要一环，直接影响银行及社会资本参与热情。一般而言，通过资本市场退出相对高效。但目前国内债转股资产证券化率偏低，尤其对于非上市企业而言，全国中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场规模小，定价功能与流动性相对不足，都制约了股权交易与转让。而企业股权回购则对企业资金要求较高。

银行参与企业管理存短板。本轮债转股的初衷不仅要降低企业杠杆率，也需要银行金融资产投资子公司参与企业公司治理与重大经营决策，这就需要银行拥有一定的行业和产业管理能力，助力企业转型升级。传统商业银行在这些方面尚存“短板”。此外，银行金融资产投资子公司参与企业公司治理，企业面临管理层变更，甚至经营模式的转变，企业与银行如何协调并作出最优决策，也是对二者的挑战。

为保障市场化债转股有序推进，银保监会等部门先后出台有关文件，明确了债转股方式，债转股适用的企业范围，银行债转股公司治理、风险隔离、融资渠道等方面规定。此外，还要在几方面继续发力。

首先，提升市场化与法制化水平。在依法合规前提下，企业与银行通过市场化原则就债转股定价、股权转让、双方权利义务等条款进行充分协商，银行金融资产投资子公司依法合规地通过市场化方式向社会募集资金等。

其次，完善退出机制。其一，拓宽退出渠道。推进多层次资本市场形成，拓宽股权退出的转让渠道，在主板、创业板和中小板之外，完善区域股权交易等；其二，增强股权交易市场定价功能与流动性。通过完善交易机制与制度，加强企业信息披露，增强市场定价功能与流动性；其三，丰富参与主体。通过一定税费减免等引导私募股权投资基金、投资银行等机构参与。

再次，补齐自身短板。本轮债转股对银行公司治理、流动性管理等方面能力提出新要求。银行选择债转股标的企业并参与治理的前提是要组建一个行业、实业专家团队；银行金融资产投资子公司需要完善公司治理、建立风险防火墙。同时，银行需要加强自身流动性管理。

最后，加强监督管理。监管层加强监督管理确保本轮债转股不走样，避免银行出现明股实债、利益输送等行为；确保企业加强公司治理和信息披露、强化财务约束、优化资产负债结构、降低杠杆，从而提升经营效益，防止企业风险向银行业金融机构和社会转移。

（作者系中国光大银行金融市场部宏观分析师）

“农资贷”助农增收

近日，江西省南丰县银监办会同九江银行工作人员在当地白莲种植基地，向贫困户宣传“农资贷”免息贷款政策。今年，两机构大力推广“农资贷”贷款试点，已为150户农户提供了相关贷款服务。 聂 威摄