

债券市场产品的进一步扩充

——对《社会领域产业专项债券发行指引》的点评

联合资信 公用事业一部

为积极发挥企业债券融资对社会领域产业发展的作用，拓宽企业融资渠道，近日发改委下发了《社会领域产业专项债券发行指引》(以下简称《发行指引》)，这是自 2015 年以来，发改委陆续下发了城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、双创孵化、配电网建设改造、绿色债券、债转股专项债券、PPP 项目专项债券等 9 个专项债券发行指引之后的又一举措。此次指引在企业债券发行人范围、债券形式、发行流程等方面均具有一定的针对性，与以往专项债券有一定的差别。

发债主体信用资质较以往专项债发行企业可能下沉

《发行指引》中明确了社会领域产业专项债券的发行人是市场化运营的公司法人主体，其产业类型包括健康、养老、教育培训、文化、体育、旅游等领域。此类产业门槛相对较低，项目投资总额相对不高，一般企业法人均有机会从事该领域的项目，相较以往停车场、地下综合管廊、双创孵化、PPP 项目等专项债券以城投类企业为主的发行人有较大区别。从 2016 年至今公开市场发行的包括管廊、停车场、养老、双创在内的专项债券共 124 期，涉及发债主体 93 家，其中只有 1 家为非城投类企业，AA+级、AA 级主体占比分别达 14%和 66%，AA-级及以下企业只占 15%。此次社会领域产业专项债券的发行人有可能向 AA 及以下一般企业倾斜。

债券条款灵活，有利于企业合理安排债务结构，降低偿债风险

《发行指引》中指出可根据资金回流的具体情况科学设计债券发行方案，支持合理灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。目前市场上已发行的专项债券以 7 年和 10 年期为主，且多数设置了本金分期偿还条款，个别债券附有投资人/发行人回售/赎回等条款(上述 124 期专项债券，债券期限全部为 5 年期(含 5 年)以上，其中 7 年期和 10 年期分别占 65%和 19%，另外有 88%的债券设置了分期还本条款，11%的债券设置了提前赎回等条款)。此次专项债券发债企业

除了可参考上述债券条款设置外，还可以针对项目特征，如教育培训、文化创意等项目期限可能相对较短的发行 5 年以内中短期债券。

另外《发行指引》中鼓励发行永续期债券（上述已发行专项债中只有 2 期为永续债券），用于投资回收期较长的项目。一方面发行永续期债券，使得发债企业规避了公司法规定的企业发债总额不得超过企业净资产 40% 的规定，扩大了企业融资规模；另一方面使得企业的投入与产出时间相匹配，有利于降低债券的偿还风险。但与此同时，对于信用资质相对较低的企业发行的永续期债券，评级机构对于债券的信用等级是否还等同于普通债券仍有待研究。

增信措施或将成为此类专项债券的必要条件

《发行指引》中鼓励采用第三方担保、抵质押担保以及“债贷组合”的增信方式提升债券的信用水平。从目前已发行的专项债券的担保情况看，由于以城投企业为主要发行人，有担保的债券占 24%，占比不高。但从上述分析可以看出社会领域产业专项债券的发行人信用资质可能较以往的专项债券发行人较低，为了保障债券的顺利发行以及降低债券的信用风险，发改委鼓励对此类债券进行增信。如对于项目建成后有稳定现金流或形成商标权、专利权等无形资产的可以以未来收益权或无形资产进行抵质押，对于此类抵质押担保，其收入的可实现性将直接影响债券的偿还能力，投资人以及评级机构需要对项目相关信息的披露透明度及评估质量的要求更高。对于“债贷组合”，发改委放宽了贷款银行对企业的贷款总额限制（由对单个委贷对象发放的贷款累计余额不超过 1000 万元且不超过小微债募集资金规模的 3%，上升至 5000 万元和 10%），有利于商业银行加强对该类企业的扶持，同时在有银行参与的情况下，投资人可能也更容易参与和投资此类项目。

另外从债券审批流程看，社会领域产业专项债券按照“加快和简化审核类”审核程序，有利于提高债券审核效率，减轻企业融资成本。

总体看，《发行指引》的发布在促进企业多领域投资，开拓企业直接融资渠道、丰富债券市场产品品种等方面都将发挥较好的作用。