

债市聚焦

第 32 期
总第 327 期
2019

政策指南

中国债券市场规模逾 90 万亿元人民币 居世界第二位
稳投资补短板 发改委一个月公示核准千亿企业债

市场动向

前七月车企发债大增八成
上海白玉兰广场 CMBS 刷新国内单笔规模最高纪录
改革 LPR 形成机制利好债市

风险事件

“18 精功 SCP004” 实质性违约
沈阳机床股份有限公司被法院裁定受理重整
ST 银亿：“H6 银亿 07” 未能如期足额兑付

联合观点

2019 年上半年城投行业报告



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街
2 号 PICC 大厦 17 层 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

政策指南

中国债券市场规模逾 90 万亿元人民币 居世界第二位

数据显示，截至目前中国债券市场规模已逾 90 万亿元人民币（约 13 万亿美元），这意味着，中国债券市场规模已超过日本，跃居世界第二位。

伴随着近年来中国债券市场对外开放措施的加速推出，中国债券市场在国际化建设方面取得了较为显著的成效，吸引外资表现十分亮眼。数据显示，截至 6 月末，已有逾 1800 家境外投资者进入银行间债券市场，持债规模近 2 万亿元人民币。

据统计，今年以来，境外机构积极配置中国债券，前 6 个月净买入规模逾 5000 亿元人民币，环比增长 10%，增速相对平稳，没有出现跨境资金大进大出、快进快出的现象。境外投资者多元化程度进一步提高，所投债券品种更加丰富，结构更加均衡。从外资持有占比来看，目前我国债券市场上外资持有比重约为 2%，这个水平明显低于发达国家，也低于一些主要的新兴市场国家。中国人民银行副行长潘功胜表示，随着中国债券市场被更广泛地纳入国际主流指数，中国债券市场在全球负利率范围扩展背景下保持较高的收益水平，外资投资空间较大。境外机构在境内发行熊猫债方面，截至 6 月末，各类境外主体在银行间债券市场累计发行熊猫债超过 2100 亿元人民币。

近年来，央行加大力度推动债券市场从要素流动型开放向规则等制度型开放转变，并以开放促进债券市场改革发展。7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室又推出 11 条金融业对外开放措施，其中有 3 条涉及债券市场开放，包括：允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级；允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

为进一步提高境外投资者入市投资便利性，人民银行会同外汇管理局起草了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关问题的通知》，并于 2019 年 5 月向社会公开征求意见，拟于近期发布实施。

人民银行表示，下一步将与有关部门一道，加强中国债券市场及配套制度的建设，制定完善协议规则，进一步便利境外机构开展风险管理，继续推进托管结算体系建设，

健全债券违约处置机制，为境外机构提供更加友好、便利的发行和投资环境，推动中国债券市场更为开放与国际化。

（摘自金融时报，李国辉，2019年8月14日）

[返回目录](#)

稳投资补短板 发改委一个月公示核准千亿企业债

从7月到8月初的一个月时间内，国家发展改革委已公示核准了24个企业债项目，合计金额超过1000亿元。从核准的项目来看，涉及基础设施建设、交通物流、工业园区等居多，此外还有养老产业、棚改、旅游、停车场等和民生相关的专项债。

今年以来，在稳投资加码、补短板发力的背景下，企业债的核准批复也在提速扩容，增加融资供给成为稳投资的重要抓手。

国家发展改革委新闻发言人孟玮此前介绍，今年以来，企业债券发行规模快速增长，主要用于支持公共服务、基础设施等社会民生关键领域和薄弱环节。今年上半年，国家发展改革委共核准企业债券112支3647.2亿元，同比增长131%，主要是优质企业债券核准规模出现了较快增长。

中国银行国际金融研究所研究员范若滢表示，进一步拓宽基础设施建设项目的融资渠道，是下一步稳投资的关键。可以灵活安排融资模式，提高民间资本和外资长期资本参与基建项目的热情。鼓励金融机构通过债权、股权、资产支持计划等多种方式，解决投资项目资金压力较大的问题。进一步鼓励地方债的发展，加大对项目收益专项债券品种的创新。

（摘自经济参考报，孙韶华，2019年8月15日）

[返回目录](#)

市场动向

前七月车企发债大增八成

数据显示，今年1至7月，汽车与汽车零部件行业的发债数量及规模均创出了三年新高，发债总额与去年同期相比更是暴涨八成。

汽车制造作为连续二十年高速增长、违约量少且资产规模较大的行业，不少企业的信用水平都能得到市场认可。但也由于融资渠道多元，汽车行业此前鲜少大规模发债。如今，在经营性现金流趋紧的情况下，发债再次成为汽车与汽车零部件厂商青睐的融资渠道。

今年前七个月，汽车与汽车零部件行业发债总额为 564.7 亿元，同比增长 83.8%，发债数量 46 只，几乎接近于 2016 年的水平。受当年宽松政策的影响，2016 年各行业债券规模都有一轮“小爆发”，汽车行业也不例外，当年前七个月，汽车行业发债总额 585.3 亿元。随后两年，发债车企数量减少，规模回落到 300 余亿。

在债券种类方面，今年前七个月发行的债券中，超短融占据 46%，中票占据 9%，企业债占据 5%，公司债占据 35%。

车企进入“发债潮”成为汽车行业资金紧张的佐证。车企发行的债券中，绝大部分是用于补充营运资金和偿还债务的短期债券，而即使是发行周期为三年左右的债券中，也有相当一部分是用于“偿还到期债务”。

今年汽车市场延续了去年以来的下滑趋势。中国汽车工业协会公布的数据显示，今年上半年，汽车销量同比下降 12.4%，市场占有率相对较高的上市车企中，也有六成出现了销量下滑。销量下滑除带来营收降低以外，终端市场的传导效应更是加大了车企资金的周转难度。在市场低迷的背景下，汽车终端价格一再下探，汽车经销商面临的压力更甚，对于车企而言，回款的周期便会加长。

最直观的数据是车企的经营性现金流。从上市公司今年第一季度报告情况来看，多家车企的流动资金相比此前已经下降很多，个别自主品牌上市公司资金短缺程度更是日趋严峻。与其他行业一样，车企一般主要有四类融资渠道：增发、定向增发、发债和银行贷款，但前两种通常只适用于上市公司，而今年监管机构对增发审核很严，定增在市场转冷的时候也不容易发出，在整个资本市场特别是宏观调控环境下，车企要通过银行获得贷款也不像以往那样容易，因此可选的融资渠道就只有发债。

相对于其他融资方式，发债一方面容易通过，效率也高，另一方面则是相对银行利率，公司债的成本会更低。上市车企内部人士表示，公司之所以在今年新发短融，主要是因为它可以以相对较低的成本消化一些比较贵的有息负债。

（摘自 21 世纪经济报道，2019 年 8 月 14 日）

[返回目录](#)

上海白玉兰广场 CMBS 刷新国内单笔规模最高纪录

8月14日，由华泰证券（上海）资产管理有限公司担任计划管理的“海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划”于上交所成功获批，规模高达138亿元，成功刷新目前国内CMBS产品规模最大，本项目发行人为金光纸业（中国）投资有限公司，底层资产为上海浦西地标“上海白玉兰广场”。

CMBS（商业地产抵押贷款资产证券化）是指以商业地产为抵押，以相关地产未来收入为偿债来源的资产支持证券产品，是企业资产证券化的重要组成部分。在美国，CMBS在资产证券化产品中的占比超过80%，其他类基础资产包括企业债权、融资租赁等仅占不足20%。

从成熟市场经验来看，资产证券化能够有效拓展商业地产的直接融资渠道，有利于优化资产负债结构。同时，能够为商业地产项目带来满足其发展所需的长期资金支持，有助于实现由出售向持有经营的转型和升级，进一步提高资产运营品质，从而提升项目租金水平，最大化创造资产稳健增值的空间。

据业内人士介绍，与商业地产传统融资相比，CMBS主要有三点优势：首先，CMBS可以通过结构化的产品设计，可获得高于主体本身的信用评级，能有效降低企业融资成本；其次，CMBS仅拥有资产标的处置权，企业保留了所有权，且一般为固定收益类产品，企业可享受资产价值升值空间。最后，CMBS作为标准化的证券，可以份额化认购和交易，同时具有较好的二级市场流动性，相比传统融资产品，对投资人更具吸引力。

（摘自乐居财经，2019年8月16日）

[返回目录](#)

改革 LPR 形成机制利好债市

8月16日，国务院常务会议召开，部署运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题等，确保实现年初确定的降低小微企业贷款综合融资成本1个百分点的任务目标。同一天，人民银行宣布，为深化利率市场化改革，促进贷款利率“两轨合一轨”，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

市场机构表示，对于金融市场而言，利率并轨带来贷款利率下行预期，总体利好金融资产价格。考虑到利率并轨后，央行可能下调公开市场利率以降低实体经济融资成本，银行间市场利率预期下行将对国债利率产生直接的影响，利率并轨将利好债券市场。

中信证券研究所副所长明明表示，本次贷款利率市场化的推进超出预期，预计会开启一段利率下行空间；后续也存在下调 MLF 操作利率、进一步引导利率下行的可能，估计会继续利多利率下行。对债市而言，维持 10 年期国债收益率 2.8% 至 3.2% 的判断，随着利率并轨的进一步落地，预测 10 年期国债到期收益率将继续向 2.8% 靠近。

天风证券固收分析师孙彬彬认为，降低贷款利率的同时，需要维持银行负债端的稳定，这对于债市是重要支撑，贷款收益率的下行也会提升债券的配置价值。考虑到完善 LPR 定价的初衷，高等级信用债的信用利差可能会进一步收缩。虽然本次改革的重点在于降低风险溢价，但也不排除继续降低无风险利率（公开市场利率）的可能性，这将进一步打开利率下行空间。当前环境下，债市仍然安全，继续积极看多。

中信建投证券宏观分析师黄文涛认为，对于金融市场而言，利率并轨带来贷款利率下行预期，总体利好金融资产价格。考虑到利率并轨后，央行可能下调公开市场利率以降低实体经济融资成本，银行间市场利率预期下行将对国债利率产生直接的影响，相对股市而言，利率并轨将更加利好债券市场。对于债券市场而言，此前市场最大的担忧在于，短端利率下行似乎缺乏动力，从而限制了长端的空间。但随着降息预期的升温，长端利率也将顺势而下。

江海证券首席经济学家屈庆认为，单纯考虑此次的定价机制调整，对利率债影响为短多长空，对高评级信用债是利好。短期而言，一方面，这一政策会强化市场对公开市场利率下调的预期；另一方面，政策见效需要时间，经济下行压力下，短期内利率债的利率确实存在一定的下行空间。但从中长期来看，政策意在降低实体经济融资成本，宽信用加码无疑有利于经济的企稳，对利率债形成利空。对信用债而言，由于此次定价机制调整最确定性的影响就是大企业的贷款利率有望进一步下降，这无疑有利于降低高评级信用主体的融资成本，高评级信用债利率也将大概率随之下行。

（摘自金融时报，赵洋，2019 年 8 月 20 日）

[返回目录](#)

风险事件

“18 精功 SCP004” 实质性违约

8月16日，“18 精功 SCP004”未能按期兑付，已构成实质性违约。这是7月15日首次违约后，精功集团再度出现公开市场债券违约。“18 精功 SCP004”发行规模为3亿元，票面利率7%，到期日为8月16日。精功集团方面表示，违约原因是公司流动性紧张，未能按期筹措足额兑付资金。

本次精功集团再度出现债券违约早有预兆。8月9日，精功集团曾公告称，公司流动性紧张，“18 精功 SCP004”到期兑付存在不确定性。此外，与上一次违约相比，本次债券兑付的时间间隔只有一个月。在今年的7月15日，精功集团发行的“18 精功 SCP003”宣告违约。目前精功集团还有9只债券存续，余额合计48亿元。年内将到期或回售的还有“16 精功 PPN002”“17 精功 02”“17 精功 03”“17 精功 04”“17 精功 05”“16 精功 PPN003”6只，合计17.5亿元。

下一只即将兑付的债券是“17 精功 02”，该期债券将在今年9月5日回售。该期债券的发行规模为3亿元，当期票面利率7.3%。针对债券违约的后续安排，精功集团方面表示，公司正通过多种途径积极筹措资金，并加强自身经营，努力通过自身经营性现金流偿付本期债务，同时努力保障后续债务融资工具到期偿付。

在首次违约后，精功集团的多只债券均已召开债券持有人会议。债券持有人会议审议的议案包括要求发行人明确债务风险化解方案，并建立定期沟通机制；明确相关债券本息兑付方案；要求发行人详细说明资产、对外担保、资产抵押、生产经营情况；要求发行人设置偿债资金归集专户、增加增信措施等等。

精功集团针对处置当前债务违约问题提出三点措施：继续推动资产瘦身，调整发展节奏、严控投资规模，加大闲置资产、非主业资产的处置力度，加快提升自身流动性与减少债务规模；继续接洽引进“产业类、资源类”战略投资伙伴，以争取共同构建产业资本运作平台；加强与债券中介机构、投资者的充分有效沟通，维护债券市场融资稳定。

但随着首笔债券出现违约，7月16日精功集团的主体信用等级及相关债项信用等级均已下调至C级。此外，7月17日，精功集团和实控人金良顺因未按期披露年报和将募集资金转给他人使用等违规行为已被证监会浙江监管局出具警示函。而在7月底精

功集团才披露的 2018 年年度报告中，审计机构表示不对后附的精功集团合并财务报表发表审计意见，加之目前公司资产冻结严重，诉讼不断，债券兑付压力依然较大。

（摘自 21 世纪经济报道，2019 年 8 月 16 日）

[返回目录](#)

沈阳机床股份有限公司被法院裁定受理重整

8 月 19 日，沈阳机床股份有限公司发布公告称，公司已于 2019 年 7 月 15 日发布《沈阳机床股份有限公司关于债权人申请公司重整的提示性公告》，公告债权人沈阳美庭线缆销售有限公司申请公司进行重整的相关事宜。2019 年 8 月 16 日，公司收到沈阳市中级人民法院送达的《民事裁定书》（（2019）辽 01 破申 14 号）及《决定书》（（2019）辽 01 破 18—1 号），裁定受理债权人美庭线缆对公司的重整申请，指定沈阳机床股份有限公司清算组担任机床股份管理人。

公司于 2015 年 4 月 9 日公开发行了 2015 年度第一期中期票据“15 沈机床股 MTN001”，发行金额 5 亿元，期限 5 年，到期日期为 2020 年 4 月 9 日，票面利率 6.50%。根据《中华人民共和国企业破产法》第四十六条，未到期的债权，在破产申请受理时视为到期，附利息的债权自破产申请受理时停止计息。因此“15 沈机床股 MTN001”于 2019 年 8 月 16 日到期并停止计息。

（摘自 Wind，2019 年 8 月 19 日）

[返回目录](#)

ST 银亿：“H6 银亿 07”未能如期足额兑付

8 月 19 日，ST 银亿公告称，因资金周转困难，公司未能按照《证券回售付款通知》中要求如期兑付“H6 银亿 07”，2019 年已登记回售债券的本金及回售部分应付利息合计 4.26 亿元。此外，“H6 银亿 07”非回售部分应付利息为 77180.80 元，截至 8 月 19 日，公司未能如期支付“H6 银亿 07”非回售部分利息。至此，ST 银亿名下 4 只债券均实质违约，涉及债券余额约 14 亿元。

公告称，为保障全体债券持有人利益，公司拟做如下安排：

继续努力筹措资金，尽快确定资金到位时间。本公司及实际控制人拟通过加快应收款项回款、处置部分子公司股权及资产等方式继续为公司债兑付筹集资金，争取短期内

尽快确定资金到位时间。若公司短期内有望筹集足够资金支付本期债券回售款项，公司将与受托管理人、监管机构等沟通及时将延期兑付的具体安排予以公告，并按照披露方案给予债券持有人进行兑付相关款项。

偿债保障措施落实。根据《募集说明书》的相关约定，如本公司预计不能按期偿付债券本息或者到期未能按期偿付债券本息时，本公司将至少采取如下保障措施：不向股东分配利润；暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或停发董事和高级管理人员的工资和奖金；主要负责人不得调离。

（摘自 Wind，2019 年 8 月 20 日）

[返回目录](#)

联合观点

2019 年上半年城投行业报告

2019 年上半年，宏观政策延续了 2018 年下半年以来的宽松态势，货币政策维持结构性宽松、市场流动性保持合理充裕，带动城投企业融资环境边际放松；监管政策仍较严格，持续推进隐性债务化解工作和城投企业市场化改革。虽然 2019 年上半年城投融资环境有明显改善，但城投企业信用水平分化趋势也越来越明显，根据不完全统计，城投企业非标产品风险事件较上年同期增长 1 倍之多，涉及产品多为信托计划。城投非标产品风险事件仍延续了 2018 年的特点，相关主体仍主要分布在中西部地区，且多为区县平台，行政级别较低，地区经济财政实力不强，政府债务负担较重。

发行方面，2019 年上半年，城投债发行数量及规模较上年同期均大幅增长，净融资情况明显改善，公司债发行规模增长幅度最大，短期限品种占比持续上升；城投债发行地域分布未发生重大变化，区域之间分化明显；AA 级主体占比有所提高，级别中枢略有下移；地市级与区县级城投主体发债占比提升。利率与利差方面，市场流动性合理充裕，城投债发行利率回落，发行成本下行；发行利差呈分化态势，中低级别城投债发行利差持续走扩，高级别城投债发行利差收窄。截至 2019 年 6 月底，存量城投债以中期票据、企业债和公司债为主，级别以 AAA 为主；城投债未来四年到期规模均处于高位，

并将在 2021 年迎来兑付高峰，需关注重点区域城投债集中到期偿付压力。2019 年上半年，城投融资环境有所改善，城投企业级别以上调为主，城投行业整体信用状况稳定。

联合认为，下半年经济下行压力不减，持续加大基建补短板力度，宽松的融资政策仍将延续，城投企业再融资环境保持相对宽松，有利于城投债发行规模的增长。与此同时，地方政府债务管理坚守不增加隐性债务的红线，推动存量隐性债务化解有助于城投企业债务压力的缓解。需关注区域经济和财政实力下滑、债务集中到期、非标债务及或有负债规模大等可能影响城投企业信用水平的不利因素。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/ShtfgtAJiGnJtbCqs40wJQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商三部供稿，2019 年 8 月 15 日）

[返回目录](#)