

债市聚焦

第 41 期

总第 336 期

2019

政策指南

王春英：外债登记管理改革会使借外债的手续更加简化

中国外汇交易中心完成多笔违约回购交易处置

市场动向

海外资管成中国债市投资主力

今年地方债新增额度基本告罄 超四成用于在建项目

风险事件

“18 西王 CP001” 本息违约

联合观点

非金融企业杠杆：现状、风险与应对

2019 年三季度中资美元债研究报告

2019 年下半年我国乘用车行业信用风险展望



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

王春英：外债登记管理改革会使借外债的手续更加简化

10月25日，国务院新闻办公室于2019年10月25日举行国务院政策例行吹风会，请国家外汇管理局新闻发言人、总经济师、国际收支司司长王春英介绍优化外汇管理措施，促进跨境贸易投资便利化有关情况并答记者问。

王春英表示，关于外债的这项改革，主要会使借用外债的手续更加简化。这次外债的登记管理具体包括两个方面的内容，一个是外债的注销登记由原来到外汇局，改为现在到银行直接办理。这次将试在全国统一推开了。第二方面就是试点取消企业外债逐笔登记的管理。这是两个方面的内容，一个是注销，一个是借、用、还的主体登记。

关于外债注销登记改革。根据现行规定，企业应该在每笔外债清偿完毕后1个月内到所在地外汇局进行外债注销登记。这次改革以后外债注销登记直接在银行办理就可以了，我们同时取消了企业办理外债注销登记是在1个月的时间限制。这个政策我们在2018年底在广东、福建和北京的中关村三个地方进行了试点，极大地便利了企业。以广东为例，广东在试点的过程中，今年以来，银行共办理外债注销登记500多笔，对应外债签约金额超过100亿美元，累计节约企业往返外汇局办理业务里程接近5万公里。这是某一个试点地区的情况，前期试点我们发现对企业来说便利性很大，而且节约了很多脚底成本，因此外债注销登记改革全面推开。

试点取消企业外债逐笔登记。从2016年开始，人民银行、外汇局就在全国内推出了全口径的跨境融资宏观审慎管理政策。我们取消了对企业和金融机构借用外债的事前审批。企业可以在其净资产2倍规模计算的跨境融资风险加权的余额上限范围内自主举借外债，但是企业在实际借用外债时，需要到所在地外汇局办理逐笔外债登记。针对这一管理，2019年3月份，外汇局在跨国公司跨境资金集中运营项下探索简化外债管理实行了一次性外债登记，受到了企业和银行的广泛好评。这次改革我们计划在除了跨国公司跨境资金集中运营项下，实行这个政策以外，我们计划在粤港澳大湾区和海南先行试点，允许非金融企业在按照其净资产2倍规模计算的跨境融资风险加权余额上限范围内到所在地外汇局办理一次性外债登记，然后在登记金额以内可以自行借、用、还外债资金，相关资金汇出入和结购汇等手续均可以直接在银行办理。

总体来看，上述外债登记管理改革措施将会进一步降低企业跨境融资成本。

（摘自新浪财经，2019年10月25日）

[返回目录](#)

中国外汇交易中心完成多笔违约回购交易处置

中国外汇交易中心（以下简称“交易中心”）发布信息显示，自7月2日首次开展回购违约处置匿名拍卖以来，交易中心累计收到了超过40单处置申请，涉及回购债券近25只，组织开展了10场拍卖，顺利完成了多笔违约回购交易的处置，有效维护了违约回购交易各方的利益。

6月17日，为进一步提升银行间市场回购违约处置效率，疏通回购资金传导链条，防范化解信用事件导致的货币市场授信收缩，交易中心在人民银行的指导下，制定并发布了《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》。

据悉，通过对前期回购违约处置工作的经验总结，交易中心在上述《实施细则》的框架下，经向相关各方征询意见后，拟针对因受报价区间限制等因素影响而未能实现快速处置的回购债券在处置机制上进行优化，试点开展单场多轮次匿名拍卖安排。下一步交易中心将继续总结完善回购违约处置机制，为银行间市场成员提供更优质的交易和相关配套服务。

（摘自中国债券信息网，2019年10月28日）

[返回目录](#)

市场动向

海外资管成中国债市投资主力

今年前8个月，全球资产管理公司占外资持有中国债券净买入量的51%，达1100亿人民币，超过了公共领域的26%。渣打银行预计，在5~10年内，人民币有望挑战英镑和日元在全球储备货币中的位置。

随着2019年中国债市被纳入彭博巴克莱全球综合债券指数，外国投资者对于中国债市的投资日趋增加。海外资产管理机构今年已经成为投资主力。根据渣打银行近日发

布的一项研究报告，今年前9个月，外资持有的中国在岸债券增长了21.6%，达到了2.2万亿。截至9月底，外资持有的中国债券占全部债券额的2.3%。

俄央行持全球人民币储备资产的三分之一

从存量来看，海外央行是海外投资者的主力，截至2019年第二季度末，海外央行持有的中国在岸债券占外资持有量的74%。人民币资产已经占全球央行储备量的1.97%，位居全球第五位。渣打银行指出，海外央行持续增持人民币债券的主要因素包括：与中国日趋紧密的经济联系，多元化储备货币的需要，特别是许多主要储备货币的债券收益率趋近负数，人民币被纳入特别提款权一篮子货币以及地缘政治因素。

人民币作为全球央行储备资产的比例在2018年超过了加拿大元（1.92%）和澳元（1.70%）。渣打银行预计，在5~10年内，有望挑战英镑（4.43%）和日元（5.41%）在全球储备货币中的位置。全球已经有45家央行宣布直接或间接持有人民币储备资产。其中，俄罗斯央行是全球增持人民币资产规模最大的央行。从2018年初至2019年一季度末，俄罗斯央行增持了570亿美元的人民币资产储备，其持有的人民币资产占到了目前全球人民币储备资产的三分之一。

此外，包括国际货币基金组织、国际清算银行等13家多边金融机构均已开始投资中国债券/外汇市场。截至2019年一季度末，国际清算银行持有的人民币计价资产为98亿SDR（136亿美元），占其总资产的3.4%。截至2019年2季度末，世界银行国际开发协会持有26亿美元的人民币计价资产，占其总投资的8%。截至2018年底，伊斯兰开发银行持有4.54亿SDR（6.31亿美元）的人民币计价资产。

海外资管机构成今年投资主力

从2019年的增量来看，渣打银行指出，海外资产管理机构是投资中国债券市场的主力。中国债券市场被纳入全球债券指数是这一现象的核心催化剂。

2019年前8个月，全球资产管理公司占外资持有中国债券净买入量的51%，达1100亿人民币，超过了公共领域的26%（包括海外央行，海外主权财富基金及多边金融机构）。目前，全球已经有386家资产管理公司能够通过债券通投资在岸债券市场，包括全球资产管理规模前20的所有资管公司，以及62家资产管理规模排名前100的资管公司。

渣打银行指出，全球资产管理公司将继续增持人民币计价资产，特别是将继续吸引被动投资的资金流，主要驱动因素有三个：一是彭博巴克莱全球综合债券指数从2019年4月纳入中国债市，并将在20个月内分步完成，直到2020年11月。渣打预计在这个过

程中，每月被动流入的资金达 60 亿美元。二是 JP 摩根全球新兴市场多元化债券指数宣布从 2019 年 2 月起把中国政府债券纳入指数，并将在 10 个月内逐步完成。渣打预计这将带来每月 20~30 亿美元的流入。三是富时罗素全球政府债券指数(WGBI)可能在 2020 年再次考虑将中国债市纳入其指数。

(摘自凤凰网财经, 2019 年 10 月 24 日)

[返回目录](#)

今年地方债新增额度基本告罄 超四成用于在建项目

10 月 24 日，财政部发布数据显示，今年前 9 个月发行新增地方债 30367 亿元。这意味着，今年 9 月份已将新增债券额度基本发行完毕，比去年提前了 2 个月。

财政部预算司副司长郝磊表示，根据地方上报数据分析，2019 年新增债券资金超过四成用于在建项目，重点支持铁路、公路、港口等交通基础设施，市政建设，生态环保，养老、教科文卫等社会事业，农业农村等乡村振兴项目，水利建设等稳投资领域，占比超过 63%，有利于扩大有效投资，推动实现全面建成小康社会目标。

9 月份，全国发行地方政府债券 2196 亿元。其中，发行一般债券 566 亿元，发行专项债券 1630 亿元；按用途划分，发行新增债券 1416 亿元（包括新增一般债券 176 亿元、新增专项债券 1240 亿元），发行置换债券和再融资债券（用于偿还部分到期地方政府债券本金）780 亿元。

今年前 9 个月，全国发行地方政府债券 41822 亿元。其中，发行一般债券 16676 亿元，发行专项债券 25146 亿元；按用途划分，发行新增债券 30367 亿元（包括新增一般债券 9070 亿元、新增专项债券 21297 亿元），发行置换债券和再融资债券 11455 亿元。

从发行成本和期限看，今年前 9 个月，地方政府债券平均发行利率 3.46%，其中一般债券 3.52%，专项债券 3.42%；今年前 9 个月，地方政府债券平均发行期限 10.0 年，其中一般债券 11.8 年，专项债券 8.8 年。

郝磊表示，在财政货币政策协同作用下，2019 年新增债券平均发行利率 3.42%，比 2018 年的 3.87% 下降 45 个基点，发行成本更低。2019 年新增债券平均发行期限 8.9 年，比 2018 年的 6.3 年延长 2.6 年；其中，10 年期及以上发行 12385 亿元，占比 40.2%；特别是 30 年期从去年的 1 只 20 亿元扩大到今年的 34 只 1594 亿元。

中信证券固定收益首席分析师明明认为，2019 年地方债发行前置，前三季度地方债基本完成全年新增发行。按照发行节奏来看，2017 年和 2018 年地方债发行均集中于第三季度，分别占比 38.3%和 57.3%。与往年相比，2019 年地方债前三季度发行量较为平均，整体前置带动经济发展。

今年 6 月份《中共中央办公厅国务院办公厅关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资的通知》印发后，部分地区已按照有关规定将部分专项债券作为重大项目资本金，发挥了专项债券带动有效投资的积极作用。

明明认为，专项债作为项目资本金范围扩容符合补短板需要。将更多民生领域纳入专项债使用范围有利于加快补齐经济建设和民生发展的短板，为未来结构调整和基础设施建设提供保障。

另外数据显示，经第十三届全国人民代表大会第二次会议审议批准，2019 年全国地方政府债务限额为 240774.3 亿元。其中，一般债务限额 133089.22 亿元，专项债务限额 107685.08 亿元。

截至 2019 年 9 月末，全国地方政府债务余额 214150 亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 118985 亿元，专项债务 95165 亿元；政府债券 211423 亿元，非政府债券形式存量政府债务 2727 亿元。地方政府债券剩余平均年限 5.1 年，其中一般债券 5.0 年，专项债券 5.2 年；平均利率 3.53%，其中一般债券 3.53%，专项债券 3.53%。

（摘自和讯网，2019 年 10 月 25 日）

[返回目录](#)

风险事件

“18 西王 CP001”本息违约

上清所公告，2019 年 10 月 24 日是西王集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券“18 西王 CP001”的付息兑付日。截至 24 日日终，上清所仍未收到西王集团有限公司支付的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。“18 西王 CP001”发行规模为 10 亿，票面利率 7.7%，于 2018 年 10 月 24 日发行，募集资金主要用于补

充营运资金及偿还债务，主承销商为浙商银行、中信建投证券。违约前发行人主体信用等级为 AA+，该期债券信用等级为 A-1，实际违约本息金额为 10.77 亿元。

西王集团有限公司始建于 1986 年，形成了涉及玉米深加工、特钢以及物流、国际贸易等多个产业的全国大型企业，控股西王食品、西王特钢、西王置业三家上市公司和西王集团财务公司，现拥有总资产近 500 亿元，职工 16000 余人。西王集团位列 2019 年中国企业 500 强第 379 位、中国战略性新兴产业领军企业 100 强第 76 位。据公司披露，西王集团 2018 年实现销售收入 450 亿元、实现利税 26.8 亿元、税金 13.6 亿元，分别同比增长 3.5%、3.2%、6.3%。2019 年 1 至 9 月实现销售收入 343.7 亿元、利税 12.9 亿元、上交税金 8.4 亿元。

西王集团 10 月 23 日曾发布兑付特别风险提示公告称，受宏观金融环境及企业融资环境等诸多因素影响，公司资金周转出现暂时性困难。因此“18 西王 CP001”于 10 月 24 日的兑付存在不确定性。为最大程度保证债券持有人的利益，公司正在加速回款进行资金安排，计划近期予以兑付，目前公司生产经营一切正常。而更令市场担忧的是，西王集团年底前还有多只债券待偿还，包括“19 西王 SCP001”“19 西王 SCP002”“19 西王 SCP003”“18 西王 CP001”“16 西王 07”等多只债券，加上目前违约的这只债券，合计余额为 34.9 亿元。

（摘自新浪财经，2019 年 10 月 25 日）

[返回目录](#)

联合观点

非金融企业杠杆：现状、风险与应对

自 2008 年全球金融危机、2009 年欧债危机以来，债务风险问题受到全球的高度关注。近年来，在全球经济复苏缓慢的背景下，中国经济下行压力加大，随着经济去杠杆和金融强监管的推进，我国企业违约事件持续发生，违约日趋常态化。企业信用风险事件的发生除了与外部不利因素有关，企业杠杆率高导致偿债压力过大也是重要原因之一。

纵向比较看，我国非金融部门杠杆率在 2008 年之前相对平稳，2008 年之后呈现明显增长态势，政府部门、非金融企业、家庭部门杠杆率变化呈现相似的特点。在非金融

部门中，非金融企业杠杆率最高。截至 2018 年 9 月，我国非金融企业杠杆率为 152.9%，超过警戒线 62.9 个百分点；政府部门杠杆率为 48.3%，家庭部门杠杆率为 51.5%。横向来看，我国非金融部门杠杆率在 2008 年之后增速明显较快，从较低水平升至中间水平，非金融企业杠杆率快速增长且已处于较高水平，政府部门、家庭部门杠杆率仍处于较低水平。

2008 年以来，我国非金融企业宏观杠杆率增速较快，但从微观层面来看，同期 A 股上市公司和发债企业资产负债率均值并没有呈现出明显的增长趋势，而是在 50% 左右波动，近年来并没有显著增加。分企业类型看，中央国有企业、地方国有企业、民营企业的资产负债率变化趋势有所不同。2006 年之前，三类性质企业资产负债率均值基本持平，并呈逐步增长趋势，2006 年第四季度，三类性质企业资产负债率均值都在 56% 左右。2007 年开始出现分化，2008 年以后分化程度逐渐加深。目前，国有企业资产负债率高于民营企业，中央国有企业负债率最高。此外，城投企业微观杠杆率增速较快，当前平均水平已超过非城投企业；电力、航空等行业微观杠杆率较高，新兴产业微观杠杆率较低；山西、天津等地非金融企业微观杠杆率较高。

针对我国金融资源存在结构性错配、金融体系与资本市场有待完善以及隐性债务使得企业杠杆率问题复杂化等问题，文章提出六点政策建议：从“去杠杆”到“稳杠杆”，重点保持宏观经济稳定增长；促进多层次资本市场发展，加大股权融资比例；深化供给侧结构性改革，优化经济结构；深化国有企业改革，发展混合所有制经济；谨慎对待金融创新性工具，防范非金融企业隐性债务风险；进一步打破刚性兑付，促进金融市场化。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/LJTJ1n2w45epgsZSdjkoYA>

（摘自《金融市场研究》，联合资信、联合评级研究部供稿，2019 年 8 月）

[返回目录](#)

2019 年三季度中资美元债研究报告

2019 年三季度，美联储连续两次降息推动美债收益率进一步回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势进一步显现，但人民币兑美元汇率波动加剧带来较大不确定性，城投及房地产行业海外发债进一步受限也限制了中资美元债市场的持续增长。

从一级市场发行情况来看，2019年三季度，中资美元债共发行167期，环比下降11.64%，发行规模共计510.19亿美元，环比大幅下滑30.44%，但和上年同期相比发行期数和发行规模均有较大幅度增长。从发行主体行业分布来看，房地产企业和金融类机构（包括银行、商业金融机构和金融服务机构）依旧是中资美元债的主要发行主体，但在监管政策持续收紧的背景下，房地产企业和城投企业中资美元债的发债节奏明显放缓。从发行票息来看，受美联储连续降息影响，中资美元债平均发行票息继续下行，其中金融类和城投行业发债成本走低趋势尤为明显。从发行方式来看，中资美元债发行方式仍以非公开发行的RegS为主，其占比达到近90%；从发行架构看，直接发行和担保发行是本季度最主要的两种发行方式，且担保债券占比大幅上升。从发行期限来看，发行期限仍以3~5年期为主，且5年以上中长期债券占比有所提升。从债项评级来看，无评级发行债券占比小幅上升，投机级债券占比小幅下降且主要集中在房地产行业。从二级市场表现来看，中资美元债二级市场回报率整体继续下滑，投资级和高收益债券回报率出现明显分化，其中房地产行业的回报率下降幅度最大。

2019年四季度，美联储宽松预期仍存，中美国债利差或将走扩，人民币汇率有望回稳，对中资美元债发行形成一定支撑，监管政策收紧对中资美元债市场的影响将进一步显现，但受到再融资需求及季节性因素的提振，预计四季度发行量不会出现大幅下降，全年发行量则有望较上年实现20%左右的增长。二级市场方面，受境外优质资产稀缺、市场风险偏好整体较低等因素影响，投资级和高收益中资美元债二级市场表现可能会进一步分化。

查看全文请点击 <https://news.hexun.com/2019-10-23/198981715.html>

（摘自和讯网，联合资信主权部供稿，2019年10月23日）

[返回目录](#)

2019年下半年我国乘用车行业信用风险展望

2018年下半年以来，受中美贸易战、宏观经济下行、小排量汽车购置税减免政策退出等多方面因素影响，我国乘用车产销量出现负增长，市场行情低迷。2019年上半年，我国乘用车市场景气度持续下行，产销量分别为997.79万辆和1012.65万辆，分别较上年同期下降15.82%和14.00%，而上年同期的产销量增速分别为3.23%和4.64%。分车型看，2018年和2019年上半年，轿车、MPV、SUV和交叉型车用车市场份额基本保持

稳定，轿车和 SUV 仍占据了大部分的市场份额，占比分别为 49% 和 42%。同时，2018 年以来，不同车型的销量均呈下降趋势。

从汽车制造业发债企业级别分布来看，AAA 和 AA+ 级别占发债企业半数以上；2018 年下半年以来，汽车行业企业信用等级呈现向下迁移趋势，盈利能力下降、债务负担重且短期偿债压力大系主体级别（展望）下调的重要原因。

展望汽车行业未来发展，需求方面，短期来看，由于中美贸易战、宏观经济下行等影响乘用车销量下滑的因素依然存在，预计 2019 年下半年乘用车销量将持续下降。但是降幅可能有所收窄；长期来看，尽管自 2018 年下半年开始我国车市就处于低迷状态，但从千人汽车拥有量数据来看，我国车市依旧有很大增长空间。供给方面，从产能角度看，根据 2018 年 7 月发布的《汽车产业投资管理规定》，严格控制新增传统燃油汽车产能，这保证了未来一段时间内，我国燃油车行业整体产能将不会出现大规模新增；从产量来看，目前绝大多数汽车厂商根据销量预测来安排生产，产量和销量变化趋势基本一致，预计下半年，随着销量降幅的收窄，乘用车生产将有所恢复，产量降幅随之收窄。竞争方面，随着我国陆续出台鼓励竞争的政策，产业结构优胜劣汰，引发市场格局变化和企业信用资质分化，行业竞争日趋激烈。具体看来，豪华车占比增长，自主与合资“强强联合”的企业较为稳定，优质自主品牌具有一定竞争力，中小自主品牌面临严峻考验。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/0ZdLYAFsn8jkjam4WV7SOA>

（摘自联合评级公众号，联合评级工商一部供稿，2019 年 10 月 29 日）

[返回目录](#)