

债市聚焦

第 41 期
总第 288 期
2018

政策指南

[信用债发行规模收缩，上交所将推风险缓释工具](#)
[10 亿元定向助力纾困，深交所速推首单专项债](#)
[险资专项产品方案出炉：可投资上市公司股票、债券、可转债](#)
[开设专项债审核绿色通道，助力纾困民企融资质押风险](#)

市场动向

[民企债券融资支持工具出炉，CRMW 护航民企融资](#)
[今年上半年融资规模超去年全年，供应链 ABS 方兴未艾](#)
[境外机构进入人民币债券市场的增速开始下降](#)

风险事件

[上清所：未收到“17 新光控股 CP002”付息兑付资金](#)
[“16 飞投 E4”投资人提前回售，飞马投资未能支付回售本息](#)
[“18 华阳经贸 SCP001”构成实质性违约](#)
[负面预期持续而今雪上加霜，金立 5.4 亿债券无法兑付实质违约](#)

联合观点

[央行力挺民企发债，如何规避民企道德风险](#)
[2018 年三季度资产支持证券利差分析报告](#)
[2018 年三季度地方政府债与城投债市场分析](#)
[2018 年三季度债券市场发展报告](#)
[2018 年三季度公司债利差分析报告](#)
[巴西大选花落右翼，当前危局仍待破解](#)



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

信用债发行规模收缩，上交所将推风险缓释工具

日前，上交所组织学习国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受记者采访时的重要讲话后表示：“将支持中小型民营企业发行高收益债券、私募债券和其他债务融资工具。积极研究推出债券信用风险缓释工具。”深交所也表示，将通过多种债务工具帮助企业解决融资困难。

在业内人士看来，监管层及交易所的表态意味着中小民营企业的信用债或在交易所市场迎来更大的发展机会，而信用缓释工具的出现也将在一定程度上促成风险的分散与转移，提高投资机构认购信用债的风险管理能力。

信用债重燃在望

上交所表示，“积极推进交易所债券市场创新。积极推出新型债券品种，完善债券发行机制，更好满足民营企业特别是民营控股上市公司发债的需要，支持中小型民营企业发行高收益债券、私募债券和其他债务融资工具。积极研究推出债券信用风险缓释工具，充分发挥交易所优势，联合各方力量积极化解信用债券违约风险。”深交所表示，“充分发挥深交所服务民营企业、创新企业、中小企业的特色和优势，通过多层次股权市场和多种债务工具，努力帮助企业解决融资难问题。”

民营企业债券融资获得政策鼓励的预期，意味着交易所信用债有望迎来新的发展机会。以企业债、公司债为代表的交易所信用债自2012年底以来年度发行规模逐渐扩大，从2013年的5992.84亿元增长至2016年的33138.88亿元，3年时间年发行规模增长超4.59倍。然而从2017年开始，交易所信用债的年发行规模则出现了收缩的趋势——2017年当年，全年信用债规模仅为1.44万亿元。截至10月23日，2018年交易所信用债发行规模达1.29万亿。

“当时一方面是信用债增长较快，更关键的是信用债的占比有些大，后来交易所开始进一步发展国债、地方政府债和金融债，并且鼓励券商参与这些品种的承销。”一位接近交易所人士解释称。而此次交易所对民营企业发债均持支持态度，有业内人士认为将为信用债的再次做大创造机会。事实上，推动更多民营企业前往交易所发债，也被视为对监管层发展直接融资政策的落实。

风险缓释工具引人关注

在交易所的表态中，有关“积极研究推出债券信用风险缓释工具”的陈述也引起了业内人士的关注。

其实早在2010年，交易商协会就下发《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，勾勒了信用风险缓释工具的相关框架，但交易所市场的缓释工具却发展较为缓慢。2015年交易所公司债扩容以来，交易所的信用债占比越来越高，因此对信用缓释工具的需求也越来越大。

业内人士认为，在民企信用风险不断暴露的当下，是交易所债市研究推出信用风险缓释工具的好时机。“这是交易所自信用债扩容以来发展缓释工具的重要机会，而且一个强大的债券市场的定价和运行也离不开缓释工具的出现。”10月23日，北京一家券商资管投资经理表示，“同样缓释工具的创新也能为交易所市场吸引更多资金进入。”

（摘自 21 世纪经济报道，李维，2018 年 10 月 24 日）

[返回目录](#)

10 亿元定向助力纾困，深交所速推首单专项债

10月24日，深圳市投资控股有限公司2018年纾困专项债券发行公告在深交所官网披露称，将于10月26日簿记发行10亿元。“这是深交所认真贯彻落实刘鹤副总理关于股市健康发展工作要求的具体措施，也是深交所首单纾困专项公司债券。”深交所相关负责人表示。

根据深圳市政府促进辖内优质上市公司稳健发展、共济化解流动性风险的精神，深圳投控作为主要落实主体之一，在深圳市国资委领导下积极筹备设立深圳投控共赢股权投资基金（暂定名称），通过股权形式化解民营上市公司股票质押风险。

据了解，深圳投控将联合社会资本等参与方，以本期债券募集资金出资设立深圳投控共赢股权投资基金，通过市场化方式构建风险共济运作机制，帮助缓解深圳市民营上市公司实际控制人流动性压力。

有市场人士指出，此次深圳投控纾困专项债券的发行，是充分利用资本市场融资功能、拓宽化解民营企业流动性风险资金渠道的重要一环。专项债券的落地将具有重要示范作用，目前多家承担化解民营企业流动性风险责任的主体企业对此都持积极态度。

深交所相关负责人表示，下一步，深交所将按照中国证监会的统一部署，充分发挥

深交所服务民营企业、创新企业、中小企业的特色和优势，推动债券市场产品创新，与地方政府、金融机构等有关方面密切配合，通过多种债务工具努力帮助民营企业解决融资难问题，支持民营企业稳健发展。

（摘自上海证券报，张忆，2018年10月25日）

[返回目录](#)

险资专项产品方案出炉：可投资上市公司股票、债券、可转债

10月25日，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》（以下简称《通知》），允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质的上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。

《通知》从产品管理人条件、投资范围、退出安排、风险管控等多个方面对保险资产管理公司设立的专项产品进行规范。业内人士称，银保监会允许保险资金设立专项产品化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管，提升了保险公司参与权益投资的积极性。

专项产品可投资四大类标的

《通知》从多个维度对专项产品进行了详细规范，不仅要求单独管理、单独建账和单独核算，还必须由符合条件的商业银行实施独立托管，还对设立专项产品的保险资产管理公司的资质和专项产品的投资标的进行了规范。

保险资产管理公司设立专项产品应当符合四个条件：具有规范的公司治理结构、完善的内部控制和风险管理体系；具备发行组合类保险资产管理产品业务资格；最近三年内未因重大违法违规行为、重大失信行为受到行政处罚；银保监会规定的其他条件。专项产品的投资者主要为保险机构、社保基金等机构投资者及金融机构资产管理产品。

而专项产品可以投放的标的则主要包括上市公司股票、上市公司及其股东公开发行的债券、上市公司股东非公开发行的可交换债券和经银保监会认可的其他资产。银保监会表示，将进一步支持保险机构增加对上市公司财务性和战略性投资规模，调整和优化股权投资、债权投资等领域监管制度，对符合国家战略和宏观政策导向的项目给予更多的政策支持，为实体经济提供更多长期资金和资本性资金。

业内：可以提升险资积极性

银保监会表示，通过专项产品形式，保险资金可以有效支持优质上市公司和民营企业发展，并发挥保险资金长期稳健投资优势，做实体经济的长期资金提供者，从而更好巩固市场长期投资的基础。

此外，业内人士分析称，通过设立专项产品来参与，而不是直接购买特定股票，实际上形成了一道前置的风险管控举措，在一定程度上回避掉非理性投资以及浑水摸鱼的情形。同时，股权质押专项产品可能涉及险资持股比例较大上市公司股票，投资一般建立在对目标上市公司的深入了解和长期明确的投资意向基础上。

（摘自每日经济新闻，袁园，2018年10月25日）

[返回目录](#)

开设专项债审核绿色通道，助力纾困民企融资质押风险

10月26日，证监会在例行发布会中表示，证监会将会同沪、深交易所对纾困专项债审核建立“绿色通道”，适用即报即审政策，提高发行效率，积极发挥交易所债券市场对纾解民营企业融资困境及防范化解上市公司股票质押风险的支持作用。

申万宏源证券市场研究总监桂浩明表示，随着相关政策的落实，民企融资难问题将得到部分解决，但想要长期避免民企再出现类似问题，他认为关键在于是否设立专项资金，以及对企业融资进行相应担保，而在此基础上还需要对企业投资项目进行协调乃至审核。

纾困措施陆续落实

在证监会宣布对纾困民企融资难等问题的专项债审核设立绿色通道时，沪深两个交易所已率先分别进行了首批专项债的发行，并有多家机构提出了意向。桂浩明表示，目前来看，随着相应政策的逐步推出和落实，民企流动性风险将有望得到一定程度缓解，但民企得到缓解的程度现在很难确定，需要在后期看相应具体方案的实施情况。

多政策酝酿出台

在沪、深两个交易所分别发行纾困民企融资难和股权质押风险的专项债后，更多其它措施也有望逐步出台。

10月26日，上交所提出，除退出纾困专项债外，也鼓励具备条件的主体发行并购重组债券、股债结合产品，发挥行业龙头企业在产业重组中的积极作用。为支持民企持续

融资，上交所将建立专门审核机制，提高审核针对性和效率，帮助生产经营正常、有发展前景但存在短期流动性问题的民营企业申报公司债券。此外，上交所将在近期推出信用增进工具，缓解民企融资难、融资贵的问题。

同日，中国证券业协会发文称，推动11家证券公司设立的证券行业支持民营企业发展集合资产管理计划已取得实质进展并进入实操阶段。

助力民企融资建议

桂浩明表示，民企流动性风险的警报正随着相关措施的落实逐渐解除，但长期来看依然需要面对类似的风险的产生。他认为，政府及监管部门在预防民企再度出现融资难问题时，应从三个方面入手解决。“第一是设立专项资金支持，这主要需要政府部门来主导；第二是对民企的融资进行担保，一般而言如果有官方背景背书，向传统金融机构贷款会更容易；第三就是帮助协调企业投资项目的解决，包括审核、监管等多个方面。”

东方证券首席经济学家邵宇认为，目前针对民企的纾困举措多是应急措施，面对民企融资老大难的问题，除非改变现有金融体系，比如利用资本市场的力量，设立专门的民企融资机构，否则在未来仍有可能出现类似的情况。“民企的这轮流动性风险，主要在于过高的财务杠杆和经营两个方面，这意味着对企业自身来说，除了需要加强内功，做好稳经营外，还应根据实际发展情况，适当降低企业自身的杠杆。”

（摘自 21 世纪经济报道，饶守春，2018 年 10 月 29 日）

[返回目录](#)

市场动向

民企债券融资支持工具出炉，CRMW 护航民企融资

为缓解民企融资困境、防范债券市场系统性风险，中国银行间市场交易商协会将组织中债信用增进投资股份有限公司等专业机构，探索以市场化方式支持民企债券发行，为暂时遇到流动性困难的民企缓解融资压力。

CRMW 护航民企融资

上周，中债增进创设“18 荣盛 SCP005 信用风险缓释凭证”，并联合杭州银行、宁波银行分别创设“18 红狮 SCP006”、“18 富邦 PPN003”缓释凭证。这也是交易商协

会 2016 年发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以来，首批挂钩民企债券的信用风险缓释凭证（CRMW）。

多位参与缓释凭证发行的市场人士向记者表示，在民企债券发行的同时，由专业的债券信用增进机构或由其联合主承销商向债券投资人卖出缓释凭证，可以鼓励更多机构投资民企债券。如债券发生违约，缓释凭证卖方将以原价买入违约债券，提供信用保护。

以近期浙江民企红狮集团发行的超短期融资券“18 红狮 SCP006”为例，该企业主体评级为 AA+，债项发行规模 5 亿元。发行过程中，中债增进联合主承销商杭州银行分别创设了相关的缓释凭证。其中，中债增进缓释凭证票面费率为 0.4%，预配售金额为 1.25 亿元，实际创设 0.4 亿元；杭州银行缓释凭证票面费率为 0.41%，预配售金额为 1.25 亿元，实际创设 1 亿元。

杭州银行副行长丁锋介绍称，创设信用风险缓释凭证对该期债券发行的支持作用明显。“缓释凭证引入了更多资金充裕的风险厌恶型投资者参与认购，降低了债券发行失败的风险，帮助风险相对较高、创新能力强的民营企业获得足够的金融支持，从而扩大民营企业的直接融资渠道及融资规模”。

红狮集团副总经理章旭喜认为，在融资实践中，支持工具发挥了“实打实的效果”，创设缓释凭证帮助红狮控股节约了近 97.5 万元的融资成本。本次发行效率高，筹集资金速度快，通过“信用加持”提振了投资人的信心，提升了企业融资便利程度。

支持工具具有两大亮点

民营企业债券融资支持工具具有两大亮点，其中之一是采取在债券发行阶段同步发售缓释凭证的方式，让缓释凭证的发售与债券的发行相互配合与支持，创造了一种全新的支持债券发行的业务模式。以“18 荣盛 SCP005 信用风险缓释凭证”为例，投资人通过簿记建档先获得缓释凭证的预获配量和价格，同步以不少于预获配凭证的量申购债券，最后以债券获配量来确定缓释凭证的正式获配量，就能通过“债券+缓释凭证”的组合实现其较低风险偏好的投资收益。“这种创新机制改变了传统担保与债项绑定的固定模式，投资人可以将信用保护和债项分离进行投资交易，提高了债券发行和信用保护的灵活性。”浙商银行投资银行部总经理沈滨说。

另一大亮点是本次缓释凭证采取簿记建档方式定价。据一位参与认购的银行人士介绍，原来的缓释凭证均由创设方在一对一询价后直接定价，投资人参与程度有限，如定价产生偏差，会影响投资人申购的积极性。在本次发行中，创设方先通过前期询价和成

本考量确定价格区间，提高定价过程信息透明度，定价更贴近市场需求，有利于进一步完善债券发行主体信用利差的形成机制。“通过引入可与债券分离投资与交易的缓释凭证，可吸引不同风险偏好的投资者参与认购。对风险偏好较低的投资人，可以增加更多投资产品，提高资产配置灵活性。风险偏好较高的可以通过缓释凭证卖方的信号引导，增强对民企债券的信心，获得较高投资收益。”上述银行人士称。

作为本土化的信用衍生品，此次发挥重要作用的信用风险缓释凭证再度受到市场关注。宁波银行投资银行部总经理陈辰称，信用风险缓释凭证是一种简单、基础的信用衍生产品，受保护范围具体明确，仅为单一债项，非常适合配合债券的发行销售，并可在上市后在二级市场交易转让。此外，缓释凭证在 2010 年推出后首次采用簿记建档定价，对于推动价格发现和信息公开具有重要意义。缓释凭证发售遵循公开原则，包含询价、确定费率区间、申购、确定费率等流程。在确定保护费率区间后，采用从高到低累积申购金额，触及拟创设额度后的价格为凭证的定价。

多位受访人士指出，民企债券融资支持工具为民企融资困境提供了一种市场化的解决思路，利用债券市场投资人风险偏好的差异，疏通民企债券融资渠道，进而影响金融机构对民企的预期，逐步改善民企融资环境。

（摘自证券时报，孙璐璐，2018 年 10 月 24 日）

[返回目录](#)

今年上半年融资规模超去年全年，供应链 ABS 方兴未艾

“融资难”一向是中小微企业发展的痛点。当前供应链 ABS 产品正成为中小企业的融资利器，为缓解中小微企业融资难、培育现代供应链等方面打开新局面。业内人士认为，今后仍需要关注供应链 ABS 的操作风险，包括保理公司的操作风险以及管理人尽职调查风险。

发行规模稳步放量

供应链 ABS 是以核心企业上下游交易为基础，交易未来可以带来的现金流收益为保证，通过在资本市场发行债券来募集资金的一种项目融资方式。自 2016 年业内首单供应链 ABS 成功发行以来，这一业务发展势头迅猛，发行规模稳步放量。

2017 年供应链金融 ABS 共发行 54 单，融资总金额为 506.97 亿元，较 2016 年分别增长 350%、291.03%，增幅较大。2018 年上半年，供应链金融 ABS 共发行 60 单，融资规模达 599.89 亿元，是 2017 年全年发行规模的 1.18 倍。

从行业分布来看，供应链 ABS 中发行规模较大的是房地产行业，例如万科、碧桂园等。今年以来，互联网、新能源等新经济领域的企业也开始尝试发行供应链 ABS 产品。小米公司供应链金融 ABS 获批 100 亿元储架发行额度；比亚迪供应链金融 ABS 获批 100 亿元发行额度，滴滴新型供应链金融获批 100 亿元发行额度。

天风证券分析师孙彬彬称，未来供应链 ABS 进一步发展空间巨大。通过上交所、深交所项目进度数据，结合目前已发行情况，在不考虑新申报项目的情况下对未来发行规模进行简单估算，预计上交所未来 1 至 2 年供应链 ABS 发行规模约 2200 亿元，深交所则超过 2800 亿元，总共 5000 亿元左右。

操作风险引关注

平安集团旗下平安证券与平安银行近日联合发布的业内首份《供应链 ABS 发展蓝皮书（2018）》（简称“蓝皮书”）认为，供应链 ABS 可实现多方共赢。对供应商而言，可实现对核心企业应收账款的提前收款，降低中小微企业的融资成本，提高融资效率，让中小微企业获得常态化、可持续的资金来源；对核心企业而言，可维护供应链稳定，调节付款节奏，缓解企业集中付款的压力。

受上半年监管政策趋严以及债券市场信用违约事件频发的影响，投资人风险偏好下降，市场资金配置力量有所收缩，预计在 2018 年下半年 ABS 市场结构趋向依托优质资产或高信用质量主体的产品，具备分散优势的零售类产品和强实力核心债务人的供应链金融 ABS 保持为市场发行主力。

蓝皮书显示，融资业务往往更多关注信用风险和法律风险，而供应链 ABS 还应重点关注操作风险。就目前主流的“1+N”模式而言，供应链 ABS 面临的操作风险主要包括保理公司的操作风险以及管理人尽职调查风险。我国商业保理业务起步于 2012 年，目前虽然商业保理公司数量较多，但总体实力较弱，需要管理人选择实力较强的商业保理公司，合作开展供应链 ABS 业务；尽职调查方面，管理人、保理公司、律师事务所、评级机构都负有独立尽调的职责，但管理人的尽调职责处于核心地位。

中金公司认为，在一个供应链金融 ABS 的典型交易结构中，保理公司、租赁公司等主体通常承担了一个类似于通道的角色，通常不对整个交易结构产生实质影响。但整

个 ABS 的资金链条可能会从其账户中划转、沉淀、归集，因此，如项目发起方对该通道方掌控力不强，或通道方另有其他高风险业务，混同风险是需要关注的一个方面。

（摘自中国证券报，欧阳剑环，2018 年 10 月 24 日）

[返回目录](#)

境外机构进入人民币债券市场的增速开始下降

中债登和上清所最新公布的债券托管数据显示，2018 年 9 月境外所购买人民币债券的规模出现显著下降。9 月境外机构增加持有国内人民币债券 51 亿元人民币，较 8 月的增持 716 亿元环比下降 93%，较 6 月高点时的增持 1104 亿元下降 95%，较前 8 个月月均 671 亿的增持规模下降 92%。

从结构看，9 月境外机构仅对政策性金融债券加大了增持的力度，当月增加持有 115 亿元，较上月的减持 2 亿元出现明显回升。9 月境外机构继续增加持有国债 247 亿元，但持有国债的规模环比减少 192 亿元。境外机构 9 月减持了 190 亿元的银行同业存单，与上月的增持 145 亿元相比呈现较大的反差。

整体来看，9 月境外机构对多数国内债券的增持规模均出现下降。而且，在 2018 年 6 月境外机构增持国内债券规模达到历史高位的 1104 亿元之后，可以说 7 月、8 月和 9 月，其购债规模呈现一个连续回落的趋势。招商证券认为，导致 9 月境外机构国内购债规模下降的主要是两个周期性因素：

中美利差的收窄抑制国际投资者持有中国债券资产的积极性

中国国债收益率可以视为国际投资者持有中国债券资产的收益基准，而美国国债收益率可以视为这一投资的机会成本。因此，中美国债收益率的差可以作为国际投资者投资中国债券市场的一个风向标。中美利差走阔，境外机构购债积极性上升；反之，中美利差收窄，境外机构购债积极性下降。

本轮美债收益率飙升始于 8 月下旬，从低点上升近 40BP，短期快速显著上升。10 月 5 日，10 年期美债收益率曾经升至 3.23%，创 2011 年中以来的新高。美债收益率在可预见的未来仍将保持在高位。这也就意味着，境外机构持有人民币债券的机会成本上升，这应该是 8 月其持有中国债券积极性下降的最直接原因。

美元有效汇率年初以来的回升同样影响国际投资者持有中国债券资产的积极性

与美债收益率作为机会成本的影响机制相同，美元有效汇率上升会增加以美元衡量

的美债吸引力，降低以美元衡量的人民币债券吸引力，从而抑制境外机构购买中国债券资产的积极性。我们的研究表明，美元有效汇率的强弱会对国际投资者购买中国债券资产的积极性产生明显的影响，只是这个影响有 3-6 个月左右的时滞。平移 5 个月后的美元有效汇率与国际投资者购买中国债券资产的变化呈明显的负相关关系。

2018 年年初以来美元有效汇率开始反弹，从 2018 年 1 月 31 日低点的 113.3 上升到 8 月 15 日高点的 126.9，创下 2011 年以来的新高，升幅达 12%。截至 10 月 16 日美元有效汇率仍处于 125.8 的高位，保持较强的走势。

除了以上两个主要因素之外，6 月以来人民币汇率呈现比较明显的贬值压力，央行拟发行央票调控离岸人民币市场的流动性等因素也对 9 月境外机构的购债行为产生重要影响。

从以上分析可见，境外机构购买国内债券的投资行为目前遭受到明显周期性因素的“逆风”，但有两个支撑国际资本持续流入中国债券市场的制度性因素不容忽视。一是人民币国际化的稳步推进有助于吸引更多国际投资者投资中国债券市场，二是中国债券市场积极扩大对国际投资者的开放程度和投资便利度。

综合考虑以上分析可以推测，2018 年下半年到 2019 年上半年，受人民币国际化和中国债券市场开放等制度性因素的推动，国际资本仍将净流入中国债券市场；但受美国长债收益率上行和美元有效汇率走强的负面影响，国际资本流入债券市场的规模可能出现比较明显的收缩。2017 年 7 月至 2018 年 6 月国际资本涌入中国债券市场的情况下，月均净流入规模为 586 亿人民币。据此估算，2018 年下半年到 2019 年上半年中国债券市场的月均流入规模可能下降到 290 亿至 350 亿元。将对中国长债收益率下行的幅度以及国债与其他有关债券之间的利差产生一定的影响。

（摘自新浪财经，2018 年 10 月 29 日）

[返回目录](#)

风险事件

“17 新光控股 CP002”未按期兑付

10 月 29 日，新光控股集团有限公司发布公司公告，新光控股集团有限公司 2017 年

度第二期短期融资券（代码：041775005，简称：17 新光控股 CP002）应于 2018 年 10 月 27 日（该日为周六，顺延至 10 月 29 日）兑付本息，应付本息金额共计人民币 10.68 亿元。由于受宏观降杠杆、银行信贷收缩、民营企业融资困难等多重因素影响，公司流动性出现问题，导致“17 新光控股 CP002”未按时足额兑付。

（摘自 Wind，2018 年 10 月 29 日）

[返回目录](#)

“16 飞投 E4”投资人提前回售，飞马投资未能支付回售本息

由于债券持有人提前回售，飞马投资应于 2018 年 10 月 26 日（含）之前偿付投资者于 2018 年 10 月 22 日登记回售的“16 飞投 E4”本金和 2017 年 11 月 23 日（含）至 2018 年 10 月 26 日（不含）的利息。截止 2018 年 10 月 26 日，飞马投资未能支付“16 飞投 E4”已登记回售的本息合计 7.19 亿元。

（摘自 Wind，2018 年 10 月 30 日）

[返回目录](#)

“18 华阳经贸 SCP001”构成实质性违约

华阳经贸 10 月 30 日晚间公告披露，因银行抽贷、断贷原因导致公司流动性不足，截至 2018 年 10 月 30 日终，华阳经贸未能按照约定筹措足额兑付资金，“18 华阳经贸 SCP001”未能按期足额兑付本息，已构成实质性违约。资料显示，“18 华阳经贸 SCP001”规模 10 亿元，票息 7.50%，到期日为 2018 年 10 月 30 日。

（摘自中证网，王晖，2018 年 10 月 30 日）

[返回目录](#)

负面预期持续而今雪上加霜，金立 5.4 亿债券无法兑付实质违约

进入 2018 年之后，“16 金立债”的负面预期持续。专业人士表示，金立近几年仅营销方面的投入即达数十亿元，但并没有真正实现提振市场的目的，2018 年手机销售惨淡，尚不到 400 万部。而大规模的对外投资又对其资金链造成了极大的影响。接下来金立可能将陷入更为艰难的境地。

2 年回售未能兑付

深圳市金立公告披露，无法按时兑付“16金立债”回售本息。公司由于现金流短缺、资产重组进度不如预期以及筹融资渠道受限等原因，无法按时筹措资金用于偿付本期债券的利息及回售本金。公告同时表明，本期债券担保人公司实际控制人刘立荣先生，因资金紧张、资产受限等情形，目前亦无法履行代偿义务。“16金立债”债券利息 6500 万元、回售金额 4.8 亿元，本次利息及回售金额共计 5.45 亿元。

2016 年 10 月 28 日，金立成功发行了规模为 10 亿、票面利率为 6.5%、债券评级为 AA 级的私募债——“16 金立债”，期限为 3 年（2+1），设有回售及调整票面利率特殊条款。

实际上，对于“16金立债”的负面预期贯穿了 2018 年已经过去的前 11 个月。仅在 2018 年，“16 金立债”信用评级 3 次下调，由 AA 级逐步下调至 BB 级。评级报告显示，金立 2017 年度审计报告被出具持有保留意见的审计结论，债务负担持续加重，大额应收关联方款项对资金形成严重占用，再融资能力受限，涉诉金额及对外担保规模大。公告同时指出，2018 年上半年，金立净利润亏损 32.48 亿元等问题对公司信用水平带来的不利影响。并认为金立持续经营能力存在重大不确定性，整体偿债能力大幅下降。

另外，自 2016 年发行 10 亿元的私募债以来，金立再无债券市场融资举措，资金大多来源于银行等金融机构。数据显示，截至 2018 年 6 月 30 日，金立共获银行授信 99.36 亿元，目前额度已用完。

市场份额大幅下滑

由于资金来源更多仰仗于银行信贷，因此，除了企业长期信誉，业绩增长情况是银行评估放贷的一个非常重要的参考指标。然而，金立手机销量近几年落差较大，2016 年之后大幅缩水。

在 2014 年到 2016 年间，虽然与中国智能手机前三名的市场份额差距悬殊，但金立手机销售呈上升趋势明显：2014 年 2000 万部，2015 年 2500 万~3000 万部，2016 年 3200 万~4000 万部。在上述三个年度中，排名第一的华为分别为 7360 万部、1.04 亿部和 1.39 亿部。但是 2017 年以后，金立销量严重下滑跌至 2700 万部，与其全年 5000 万部的出货量目标差距甚远。而华为当年的总销量达到了 1.53 亿部。金立出货量与第一名的差距进一步拉大，仅为华为的六分之一。2018 年之后，金立手机出货量未见提升，市场表现更为惨淡，数据显示，上半年销售仅为 373 万部左右。

市场表现尚好的时候，从银行获得融资相对容易；而今，不仅市场份额呈直线跌落，

又加上债券违约，金立的融资渠道将进一步收窄。

营销和天量投资并举企业现金流遭吞

更为不利的是，为扩大品牌影响力、促进销售，几年间，金立已经在营销上砸下数十亿元。2015年以后，金立先后邀请了冯小刚、余文乐、徐帆、吴刚、薛之谦以及刘涛6位娱乐明星作为金立代言人。另外，因金立掌门人刘立荣个人痴迷于围棋，金立连续10年赞助中国围棋甲级联赛，并邀请世界围棋第一人加盟金立的代言人团队。此外，金立还冠名赞助了《最强大脑》、《笑傲江湖》、湖南卫视《2017跨年演唱会》等12档综艺节目。数据显示，2016~2017年两年当中，金立用于赞助综艺节目和电视剧的费用超过30亿元。

公开信息显示，除了烧钱营销，金立近年还大规模进行对外投资，特别热衷于布局金融、地产。媒体公开信息显示，从2014年以后，金立曾出资9000万元入股微众银行；斥资7.1亿元在前海竞拍下合作区地块的使用权，总投资约为12亿元；2017年6月，金立用相当于2016年全年净利润的代价，以12.18亿元买入了南粤银行9.30%的股权。

综合来看，2016~2017年金立营销费用投入60多亿元，近三年对外投资费用30多亿元，两项费用接近100亿元，对金立资金链均造成极大影响。

（摘自中国经营网，李慧敏，2018年10月30日）

[返回目录](#)

联合观点

央行力挺民企发债，如何规避民企道德风险

根据央行的定义，民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

目前来看，国务院常务会议和央行均没有对民营企业债务融资支持工具的实施机构、具体如何实施以及符合条件的民企作详细规定。但是到底哪些企业算有技术竞争力的民企呢？民企道德风险如何规避？对此，新浪财经专访联合资信，得到如下答案。

哪些民企能得到支持

联合资信认为，此次发布的政策在细节上虽然不是特别清晰，但是对政策支持民企的范围有基本的认定。国务院常务会议提的是“经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业”，央行是“暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业”，加上从中债增信新创设的民企债券信用风险缓释凭证可以推测，行业龙头、地区龙头、目前经营状况良好、具有先进技术、成长性较好、符合国家产业支持和鼓励范围的，但是因宏观经济、市场流动性不利影响而出现短期流动性困难的民营企业，符合此次政策重点支持的企业，长期盈利状况较差、自身经营管理不善以及过剩产能等不符合国家产业发展政策的民营企业不符合此次政策的支持对象。

权力交给地方政府容易导致权力寻租

联合资信表示，如果将界定政策支持民企的权力交给地方政府，容易导致权力寻租的问题，影响政策的实施效果。应当根据市场化、法治化原则，由具体运作的“专业机构”进行认定。地方政府可以利用其对地方企业更加了解的优势向“专业机构”推荐符合条件的民企，承担辅助的角色。但若由地方政府设立“专业机构”，地方政府应承担界定符合条件的民企的责任。具体运作的机构自负盈亏，会在市场化条件下综合考虑提供债券融资支持工具的风险和收益，能够更好规避实施过程中的道德风险。

信用黑名单或能避免民企的道德风险

要避免民营企业的道德风险，实施机构要加强信息披露，充分发挥专业的优势，认真研究并签署可操作、有约束力、符合商业规则的合同约定，人行和地方政府要充分发挥引导和监督作用。

在民营企业债券融资支持工具存续期间，具体实施机构应按照债券融资支持工具创设文件的相关约定，在指定公共平台持续披露相关民营企业评级报告、财务报告和审计报告等；对于政策扶持的企业，人民银行和地方政府要加强与企业的沟通，协调和帮助相关民营企业改善经营管理，要求其定期披露自身经营状况、负债变化情况等，并对企业的经营状况进行持续跟踪，如果发现企业存在虚假信息披露、不规范经营等情况，可以采取将其纳入信用黑名单或者其它必要的行政措施，防止受扶持企业的不道德行为。

查看全文请点击 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/2018-10-24/doc-ifxeuwws7703197.shtml>

（摘自新浪财经，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年10月24日）

[返回目录](#)

2018 年三季度资产支持证券利差分析报告

2018 年三季度，我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 599 只，同比下降 8.69%，环比增长 13.02%；发行规模 5036.44 亿元，同比增长 31.56%，环比增长 9.51%。2018 年前三季度，我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 1543 只，同比下降 1.28%，发行规模 12093.87 亿元，同比显著增长 42.88%。2018 年三季度，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.39%、6.15% 和 6.95%，环比上季度分别下降 34、27 和 9 个 BP；AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 230BP、300BP 和 376BP，环比二季度分别下降 18、19 和 4 个 BP，反映了市场流动性紧张局面有所缓解。各信用等级的利率和利差均具有显著差异，信用评级对资产支持证券的发行利率和利差具有良好的区分性。

查看全文请点击 http://www.sohu.com/a/271440038_238300

（摘自搜狐网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 10 月 25 日）

[返回目录](#)

2018 年三季度地方政府债与城投债市场分析

2018 年上半年，中央坚持金融监管和严控地方隐性债务态度坚决，进入 7 月，面对明显变化的外部环境，中央出台一系列宽信用政策，三季度市场流动性整体宽裕，改善了城投企业（尤其是低等级城投）的外部融资环境。而国务院常务会议所提出的“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”更是给市场一剂强心针，较大程度上扭转了一二季度的悲观情绪，市场对城投债投资热情升温。

三季度地方政府债发行规模同比、环比均大幅增长，8 月份发行规模和数量均创新高；其中专项债券得到政策支持发行占比超过一般债券，新增债券发行提速。三季度地方政府债加权平均利率较上半年有所下降。从加权发行利率走势上看，三季度波动较大，自 8 月份财政部要求地方债投标利率较国债均值至少上浮 40BP 后，公募发行及定向发行的地方政府债发行利率较季度初均有明显回升。从季度加权平均利率看，公募、定向各期限地方政府债加权平均发行利率均较二季度明显下行。利差方面，公募债较上季度保持相对稳定。

三季度城投债发行规模同比下降、环比大幅增长，公募占比环比小幅上升。AAA 级城投债发行规模占主导地位；AA 级城投债占比呈上升趋势。7 月份发行利率、利差均明显下行，8、9 月份利率、利差出现分化；短期限、高级别城投债利率、利差持续走低。

查看全文请点击 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2018-10-26/doc-ihmxrkzx2689975.shtml>

（摘自新浪财经，联合资信公用事业二部供稿，2018 年 10 月 26 日）

[返回目录](#)

2018 年三季度债券市场发展报告

本季度，债券市场共发行各类债券 12.08 万亿元，发行规模环比和同比分别上升 11.71% 和 0.80%。本季度，受市场利率下行等因素影响，短融、中期票据、一般公司债、证券公司短期融资券、资产支持证券（银行间）以及可转债的发行期数和规模环比、同比均有所增加；在加快地方政府专项债发行节奏的政策指导下，地方政府债的发行期数和规模环比、同比均明显增加；企业债、非金融企业资产支持票据以及证券公司债的发行期数和规模环比、同比均有所下降。截至 2018 年三季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 81.03 万亿元，继续小幅扩大。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级和 AA+ 级集中的趋势，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级进一步向 AAA 级集中。在信用风险事件持续发生的背景下，投资人的风险偏好有所下降，对弱资质企业持更谨慎态度，民营企业债券发行量占比继续下降，对通过担保提升信用水平的债券认可度有所下降。在资管新规及 MPA 考核的约束下，商业银行发行资本补充工具及资产支持证券的需求大幅上升，本季度，银行间债券市场发行的资产支持证券在规模上明显超过交易所债券市场。

整体来看，四季度，我国积极财政政策将更加积极，同时继续通过稳健中性的货币政策维持流动性的合理充裕，债券发行量有望保持相对稳定，虽然债券市场违约事件仍将持续发生，但不会出现系统性风险，在各项政策的推动下，我国债券市场发展将更加规范化、开放化。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181029/150221264.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 10 月 29 日）

[返回目录](#)

2018 年三季度公司债利差分析报告

2018 年三季度，央行实施中性偏松的货币政策，市场资金面整体处于中性偏松的状态，利率水平较为平稳、略有回落，市场流动性整体处于合理充裕状态；但负面评级行动和违约事件明显增加，债券市场投资者对较低等级公司债风险的态度更趋谨慎。

在此背景下，一般公司债发行期数和发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。在发行利率方面，AAA 级一般公司债平均发行利率下行，AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率上行；在发行利差方面，AAA 级一般公司债平均发行利差环比有所收窄，AA 级和 AA+级 3 年期一般公司债平均发行利差环比均有所扩大；一般公司债平均发行利差同比明显扩大；在发行级差方面，AA+级一般公司债级差大于 AA 级一般公司债级差。在 95%的置信水平下，3 年期公司债的利差差异均显著，表明信用等级对 3 年期一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望四季度，我国积极财政政策将更加积极，同时继续通过稳健中性的货币政策维持流动性的合理充裕，高等级公司债的发行利率有望进一步下行，发行利差有所收窄，但受投资者风险偏好谨慎态度影响，幅度有限；此外，在违约多发的背景下，较低等级公司债的发行利率或将持续走高，发行利差有所扩大，公司债的发行期数和规模进一步呈现向 AAA 级集中的趋势。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/j58MOr1bRXMEixLcSXgq9A>

（摘自联合评级微信公众号，联合资信、联合评级研究部供稿，2018 年 10 月 30 日）

[返回目录](#)

巴西大选花落右翼，当前危局仍待破解

2018 年 10 月 28 日，巴西总统大选第二轮投票结果出炉，军人出身的极右翼候选人博尔索纳罗（Jair Bolsonaro）成功当选为第 44 届总统。自三十多年前结束军事独裁政权以来，这是巴西第一次开启右派执政时代。巴西大选经历了一波三折的过程，空白票和无效票的高比例凸显民众对当前政局的不满，而博尔索纳罗的获胜则反映出巴西民众对于传统国家治理模式的失望。右翼政党首次上台，巴西政坛开始“向右转”，但政党力量格局进一步分化，代表小党派的博尔索纳罗上任后预计会受较大的施政阻力。

经济下行压力加大、失业率高企、政府财政状况恶化等问题凸显了巴西当前面临的危机，新任政府能否破解这些难题仍有待观察。博尔索纳罗在竞选之前并未提出明确的经济发展计划，其上任后提出的经济政策能否和国内经济形势很好地结合还有待观察，但巴西经济增长非常依赖外部环境，而当前美联储持续加息、全球贸易保护主义倾向上升的大环境对于巴西不是很有利，如何缓解持续加大的经济下行压力将成为博尔索纳罗政府面临的首要难题。

国际资本市场对巴西新任总统的认可度较高，巴西股票市场大幅回升，汇率贬值压力也得到一定程度的缓解，但从中长期来看，此次巴西总统选举的利好效应预计会较为有限。一方面，新任总统并未得到巴西民众的普遍认可；另一方面，巴西的经济前景仍不容乐观，政府财政状况也岌岌可危，未来资本市场的表现情况仍将取决于新任政府能否采取有效的改革措施推动巴西经济增长及改善政府财政状况。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/zgkuj0Glf3PUcKmvjvPjtQ>

（摘自联合资信微信公众号，联合资信、联合评级主权部供稿，2018年10月30日）

[返回目录](#)