

债市聚焦

第 05 期
总第 300 期
2019

政策指南

[地方政府债券融资提前启动 2019 年首单地方债顺利发行](#)
[央行决定创设央行票据互换工具 为银行发行永续债提供流动性支持](#)
[银保监会明确险资投资银行永续债细则](#)

市场动向

[债市将迎国际化新元年：2019 年资金流入或达数千亿美元](#)
[信用衍生品投资时代启幕](#)
[首先用于并购支付可转债发行 未来市场可能突破万亿](#)

风险事件

[“16 神雾债” 违约](#)
[“14 宁宝塔 MTN001” 未能按期兑付](#)

联合观点

[融资租赁行业分析及 2019 年展望](#)
[2018 年资产支持证券利差分析报告](#)
[2018 年熊猫债券市场研究报告](#)
[2018 年商业地产资产证券化回顾及展望](#)
[2018 年度债券市场发展报告](#)
[交通运输行业 2018 年四季报](#)
[2018 年中资美元债市场回顾及 2019 年展望](#)



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

地方政府债券融资提前启动 2019 年首单地方债顺利发行

1月21日，2019年全国首单地方政府债“19新疆债01”顺利发行。据统计，还有超过千亿元地方政府债将在1月份完成发行，与往年1月、2月地方债发行几乎空白的情况相比，今年地方债的发行节奏大幅提前。

全国人大常委会已于2018年年末授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，合计1.39万亿元。财政部已将上述新增债务限额提前下达各地方政府。

在此背景下，新疆维吾尔自治区人民政府率先启动2019年度地方债发行工作，于1月21日完成“19新疆债01”的招标发行工作。“19新疆债01”为新增地方政府一般债，发行规模100亿元，期限10年，每6个月付息一次，票面利率为3.50%。募集资金主要用于脱贫攻坚、公共安全、农林水利、市政建设等重大项目建设支出，该项债务通过一般公共预算收入偿还。

据Wind资讯统计，已有数据显示本月等待发行的地方政府债规模达1252.57亿元，发债省份包括河南、山东、福建、河北等地。此外，云南、贵州、浙江等地近期公布了地方债承销团名单，表明上述各地地方债发行工作将陆续开启。

天风证券固收首席分析师孙彬彬认为，地方债额度提前下发，可以平缓地方债资金的投放节奏，改善过去地方债发行一季度“空窗”的情况。从“稳基建”的角度看，新增债务限额提前下发具有宏观层面的必要性，将对基建投资有一定的拉动作用，特别有助于拉动一季度的基建投资。

对于市场较为关心的一季度地方债供给加大对债市的影响，华泰证券固收团队分析认为，短期来看，一季度地方债发行量较大，或对长端利率形成扰动，制约利率下行空间；中期来看，地方政府隐性债务约束下经济惯性下行的压力仍较大，小型“资产荒”仍将继续，且央行货币政策将配合地方债的发行，因此，地方债供给并非债券市场走势的决定性变量。

中信证券固收首席分析师明明认为，地方债提前发行对资金面的影响有限，虽然地方债发行缴款会导致财政存款增加，从而引起基础货币回笼，但受央行公开市场操作对冲影响，两者的负相关性表现得并不明显。

（摘自新浪财经，2019年1月23日）

[返回目录](#)

央行决定创设央行票据互换工具 为银行发行永续债提供流动性支持

为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。

央行有关负责人表示，央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互相换回债券。银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换操作的期限原则上不超过 3 年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品。央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。在互换交易到期前，一级交易商可申请提前换回银行永续债，经中国人民银行同意后提前终止交易。由于央行票据互换操作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。

对于央行票据互换操作可接受哪些银行发行的永续债，上述负责人称，目前，央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债：一是最新季度末的资本充足率不低于 8%；二是最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于 2000 亿元；五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

（摘自中证网，2019年1月25日）

[返回目录](#)

银保监会明确险资投资银行永续债细则

在1月24日晚间宣布批准保险机构参与投资永续债之后，1月25日晚间，银保监会下发通知（2019年7号文），明确保险资金投资银行资本补充债券的具体要求。

通知明确，为服务实体经济，防范化解金融风险，扩大保险资金配置空间，保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券（俗称永续债）。

其中，政策性银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券，比照准政府债券的投资规定执行；商业银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券纳入无担保非金融企业(公司)债券管理。

发行人应满足四大条件，明确信用评级要求

而对于保险资金投资的商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券，银保监会明确发行人应当符合四大条件：

一是公司治理完善，经营稳健；二是最新经审计的总资产不低于10000亿元人民币，净资产不低于500亿元人民币；三是核心一级资本充足率不低于8%，一级资本充足率不低于9%，资本充足率不低于11%；四是国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别。

除了发行人要求，银保监会对保险资金商业银行二级资本债券和永续债的信用评级设定门槛。其中，保险资金投资的商业银行二级资本债券应当具有国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别；保险资金投资的商业银行无固定期限资本债券应当具有国内信用评级机构评定的AA+级或者相当于AA+级以上的长期信用级别。

银保监会在通知中要求，保险机构应当切实加强信用风险管理，审慎判断债券投资的效益与风险，自主决策，自担风险。

保险资金已参与中行400亿永续债发行

今年1月17日，银保监会批准中国银行发行不超过400亿元无固定期限资本债券。这是我国商业银行获批发行的首单此类新的资本工具，有利于进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，提升风险抵御能力。同时也有利于丰富债券市场投资品种，满足投资者多样化需求。

1月24日，就在中国银行400亿永续债发行前夕，银保监会宣布，为支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力，丰富保险资金配置，银保监会将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。

而央行官网发布消息，1月25日，中国银行在银行间债券市场成功发行400亿元无固定期限资本债券，本次债券吸引了境内外的140余家投资者参与认购，涵盖保险公司、证券公司、财务公司、证券投资基金、理财产品等境内债券市场主要投资人，以及央行、保险公司和资产管理公司等境外机构。意味着已经有保险资金参与了当日中行永续债的发行。

从资金体量看，保险资金是市场上重要的机构投资者，以长期投资和风格稳健著称。截至2018年10月份，保险资金运用余额达到15.79万亿元，比年初增长5.84%。从大类资产配置看，银行存款达到2.2万亿元，占比14.05%；债券55684.84亿元，占比35.26%；股票和证券投资基金20054.68亿元，占比12.7%；其他投资59992.14亿元，占比37.99%。

（摘自中国基金报，2019年1月28日）

[返回目录](#)

市场动向

债市将迎国际化新元年：2019年资金流入或达数千亿美元

上清所和中债登数据显示，截至2018年末，境外机构投资者在境内债市的持有债券总量已达到1.71万亿元，较2017年末的1.13万亿元大幅增加了约5800亿元，增幅达51.46%。至此，境外机构在2018年末境内债市67.72万亿的总托管量中，占比达到2.53%。

但随着利率债牛市行情告一段落，伴随中美利差的收窄甚至未来可能到来的利率倒挂，从收益的角度来看，境外投资者的投资意愿或将减弱。

但部分市场人士认为，2019年对中国债市而言将颇为独特，因为彭博巴克莱全球综合指数（Global Aggregate）、花旗富时全球政府债券指数（WGFI）两大全球债券指数

将于今年4月和9月宣布是否将中国债券纳入其中。对中国债市而言，可谓国际化的新元年。

市场人士普遍认为，尽管主动配置意愿有所下滑，但境外机构在被动配置的驱动下，有望保持增持境内债券的势头，预计2019年海外资金流入约人民币6000亿-7000亿元。

境外机构“扫货”

上清所和中债登数据显示，截至2018年12月末，境外机构总共持有10972.64亿的国债、3623.66亿元政策性银行债、1820.39亿元同业存单，三者在境外机构总持有量中的占比分别为64.2%、21.2%和10.65%。

从结构来看，国债是主要的发力品种。中债登数据显示，境外机构持有的中国国债规模从2017年末的6064.92亿元，上升至2018年末的10972.64亿元，增持了4907.72亿元，同比增长80.92%。

这一增持规模，在5800亿的总增持量中，亦超过八成。相比之下，境外机构对政策性银行债和同业存单的增持规模，均为400多亿，增幅有限。这样的数据增长，在境内债市投资者眼里，体现为国债的扫货者。

据中金公司此前统计，境外机构在2018年前三季度均大幅增持境内债券，2018年前8个月记账式国债7950亿的净增量中，境外机构增持近4300亿，占54%的份额。因此，中金公司也将境外机构称作“中国国债最大的单一净买入投资者”，其影响力已经今时不同往日。

2018年11月22日，财政部和国家税务总局联合发布公告称，自2018年11月7日起至2021年11月6日止，对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。就在10月份，境外机构债券托管数量出现了20个月以来的首度环比负增长。

被动配置需求提升

持续的境外债券投资流入，对保持跨境资金流动整体平衡，维持金融项目顺差，起到了重要的作用，特别是在我国经常项目顺差不断缩小，甚至个别季度出现逆差的局面下。

而中国监管部门亦在努力推动外资的进入。2018年3月，中国银行间市场交易商协会宣布正式接受境外评级机构注册，标普、惠誉和穆迪三大国际评级巨头此后开始筹备独资经营；2018年8月，“债券通”全面实现DVP（券款对付）结算及交易前分仓功

能，并在 2 个月后实现交易后分仓功能。2018 年 11 月，对境外机构投资者 3 年内暂免征税的规定落地。

进入 2019 年，中国监管机构还将继续派发“礼包”

1 月 17 日，央行副行长潘功胜在“中国债券市场国际论坛”上表示，下一步，央行将在债券市场互联互通方面，将研究推动债券 ETF 等指数型产品的发展，并根据投资者的需求，打算延长结算的周期；在外汇对冲方面，研究推出外汇对冲交易的相关安排；国债流动性上，适当增加关键期限国债的发行次数，满足投资者需求；以及适时全面放开回购交易。

“这些措施的推进，实际上也是在为中国债券纳入全球主要债券指数做准备。”美资资管机构投研人士表示，纳入债券指数意味着大量海外资金将被动配置境内人民币债券，规模数以千亿美元计，“所以在纳入之前，对中国债券市场的基础设施、产品会有一些要求。”

全球三大债券指数包括：摩根大通国债-新兴市场指数（JPM GBI-EM）、花旗富时全球政府债券指数（WGBI）和彭博巴克莱全球综合指数（Global Aggregate）。两大债券指数的接纳，将给境内债市引来数千亿美元的活水。

不过，也有分析指出，纳入指数的时间有可能延后。中金公司认为，由于彭博指数全球负责人在 1 月 17 日举行的中国债券市场国际论坛上表示，虽然之前提出的 DVP 清算、税收、批量交易分仓等问题得到了解决，但后来国际投资者又提出了另外的一些问题，投资者希望能有更多的时间解决这些操作上的问题。就此表态来看，彭博全球综合指数 4 月份纳入中国债券的进程很可能要延后，预计需要跟这些个别提出意见的投资者进一步的沟通，不排除延后 3-6 个月。

（摘自 21 世纪经济报道，2019 年 01 月 23 日）

[返回目录](#)

信用衍生品投资时代启幕

公募基金投资信用衍生品迎来规范化指引

1 月 18 日，证监会发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》（以下简称《指引》），指出允许除货币基金之外的公募基金以风险对冲为目的，投资信用衍生品。

同时，基金业协会发布《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》，指出为规范证券投资基金投资信用衍生品的估值，并保护基金份额持有人的利益。

“政策意图是在于降低信用类产品的信用利差，提高市场流动性，降低实体经济的融资成本。操作上就是让发行人发售 CRMW 和 CDS，基金买入衍生产品可以起到对冲信用风险的作用。”华南某公募基金固收总监指出。

公募还需适应期

1月18日证监会推出《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》，旨在丰富公募基金风险管理工具，满足公募基金风险管理需求，提升公募基金行业管理信用风险的能力。

《指引》主要内容有，一是明确基金投资信用衍生品以风险对冲为目的；二是明确货币市场基金不得投资信用衍生品；三是要求基金管理人应当合理确定信用衍生品的投资金额、期限等，同时加强信用衍生品交易对手方、创设机构的风险管理；四是要求在定期报告及招募说明书中详细披露投资信用衍生品的相关情况；五是明确规定参照行业协会的相关规定进行估值；六是强化基金管理人及托管人职责；七是明确老基金投资信用衍生品应当依法履行适当程序。

业内普遍认为是利好政策。“此前公募基金风险偏好很低，如果可以投资信用衍生品，那就可以适当资质下沉，买相对较差的债券，然后付一点信用保护费买个保险。”沪上某公募基金固收人士1月21日表示。

北京某公募基金固定收益投资总监在接受采访时亦认为，“这是给投资者提供了一个好的工具，可以综合成本收益来算算是否划算。不过还需要注意是转移了部分风险还是全部风险，另外信用衍生品本身会不会带来新的风险。”

《指引》进行了新老划断，强调《指引》施行前已经获得中国证监会核准或准予注册的基金，基金管理人可根据法律法规、基金合同和《指引》的相关要求，决定是否投资信用衍生品。基金拟投资信用衍生品的，应当依法履行适当程序修改基金合同等法律文件，明确投资安排、信息披露、估值方法、风险揭示等相关内容。

不过，从操作层面来看，公募产品投资信用衍生品或许还需要一段时间适应。

“信用衍生品本身的成本也不低，购买成本在 50BP 以上。因此除非信用利率足够高，或者无风险利率足够低，不然短期推进的节奏可能不会很快，对公募基金来说还需要一个适应的过程。”前述投资总监指出。

中长久期信用债还将受捧

事实上，过去一年债券市场信用风险频发，公募基金“踩雷”的情况亦时有发生，本次监管层明确公募基金可以风险对冲为目的投资信用衍生品，也是为公募基金风险管理提供新的工具。

但业内人士分析认为，投资高评级债券比信用衍生品更能把控风险。“其实监管层的主要意图就是实现宽信用，不过从公募基金的角度来说，对冲工具虽然有用，但是预计大家不会大量地去使用。比如买一个评级很低的信用债，再买入信用衍生品，其实算下来不如直接买主体评级比较好的、收益率相对低的债。”前述固收总监指出。

对于当前的债券市场来说，信用风险仍是最大的风险点。数据显示，2018年全年就有42家新增违约主体，违约债券124只，违约金额1205.61亿元，是2017年全年数据的3倍之多。2019年债券违约仍在连续上演，截至1月21日，已有10只债券出现违约，违约金额68亿元。1月21日，“18华阳经贸SCP003”、“18康得新SCP002”两只超短期融资券又相继宣告违约。

据中金公司测算，2019年各种金融债券将大量到期，加上2019年内发行到期的信用债，偿还总量将超过6万亿元，创出历年新高。相比2018年5.34万亿元的总到期量增加15%左右。

“目前监管层已经在着力解决企业融资问题，落实宽信用，也已经开始宽松了，不过还需要过程，总体来说宽信用一定会传导到民营企业。部分基本面基本稳健的高收益债可能有利差压缩空间，但是债券市场信用分化的格局仍将持续，规避信用风险仍是投资中的重点。”前述券商系基金经理指出。

（摘自新浪财经，2019年01月23日）

[返回目录](#)

首先用于并购支付可转债发行 未来市场可能突破万亿

日前，赛腾股份发行股份购买资产获并购重组委通过，这是市场上首单发行定向可转债作为并购支付工具的案例，独立财务顾问为华泰联合。

一位华泰联合并购投行人士表示，定向可转债是一个完全市场化的工具，有多大的需求就有多大的市场，某种程度上可以替换发行股份和现金的支付方式，对并购交易双方都有好处。因此，业内人士认为定向可转债的市场空间可能高达万亿规模。

具体而言，定向可转债这种并购支付工具的特点在于：假设未来股价上涨，上市公司作为资产购买方，就相当于发行股份购买资产，而不需要支付现金；而认购可转债的并购交易对手，可以选择转股获得收益。假设未来股价下跌，上市公司需要支付债券本息，但相当于延缓支付，短时间内也实现了融资；而交易对手也可以持有债券到期获得利息收益，这样的并购交易更容易达成。

赛腾股份首单定向可转债

1月23日，证监会并购重组委2019年第2次会议审核结果公告，赛腾股份发行定向可转换债券、股份及支付现金购买菱欧科技100%股权的交易获无条件通过。这是市场首单发行定向可转换债、股份及支付现金购买资产的案例，从申请到审核历时仅22个工作日。

据2018年11月发布的《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》试点通知，上市公司在并购重组中允许定向发行可转换债券作为支付工具。而赛腾股份作为首例试点过会，为定向可转债用于并购支付开辟了先河。

公告显示，赛腾股份拟收购张玺、陈雪兴、邵聪持有的菱欧科技100%的股权，评估值为2.11亿元，购买方式包括三种：发行可转换债券、发行股份、支付现金。

其中，赛腾股份拟发行的定向可转债总额为1.26亿元，用于支付交易对价的60%，数量为126万张，券票面利率为0.01%/年。

所谓“定向”，即向三名交易对方张玺、陈雪兴、邵聪非公开发行，初始转股价格参照发行股份购买资产部分的定价标准，确定为19.30元/股。截至1月25日，赛腾股份的收盘价为17.28元。

未来市场可能突破万亿？

作为赛腾股份此次并购案的独立财务顾问，华泰联合设计了几个特色条款，包括转股价格向上/向下修正条款、有条件强制转股条款、提前回售条款等安排。

上修条款即，在本次发行的可转换债券存续期间，当交易对方提交转股申请日前二十日赛腾股份股票交易均价不低于当期转股价格150%时，则当次转股时应按照当期转股价的130%进行转股，但当次转股价格最高不超过初始转股价格的130%。

下修条款即在本次发行的可转换债券存续期间，当赛腾股份股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，修正后的转股价格不得低于董

事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日交易均价的 90%。方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。

此外，此次定向可转债的票面利率为 0.01%/年，但在协议约定的情况发生时该年利率将调整为 0.6%。

据一位华泰联合并购投行人士透露，总体上定向可转债作为并购支付工具，更受交易双方欢迎，双方都有利可图，并不一定单向有利于上市公司，也不会完全便宜了资产转让方。

相对于传统的发行股份或现金支付，上市公司在估值水平处于历史底部区间的时候，发行股份这样的支付能力就受到打击，但定向可转债相当于内嵌了看涨期权的债券，可以实现“保底+向上弹性”，并购交易双方仍有议价空间。

也就是说，定向可转债作为一种非公开发行融资方式，已经首次变成了并购支付工具，若未来能突破作为“定增”工具，业内人士认为这将为是一个万亿级的市场。

（摘自新浪财经，2019 年 01 月 26 日）

[返回目录](#)

风险事件

“16 神雾债”违约

神雾科技集团股份有限公司 2016 年公司债券（简称“16 神雾债”）因在 2019 年 1 月 28 日未能兑付债券本息，构成实质违约。“16 神雾债”是神雾科技集团股份有限公司于 2016 年 1 月 27 日发行的一般公司债，发行规模 5 亿元，期限 3 年，到期日为 2019 年 1 月 28 日。

（摘自 Wind，2019 年 1 月 28 日）

[返回目录](#)

“14 宁宝塔 MTN001”未能按期兑付

1 月 29 日，宝塔石化集团有限公司（以下简称“宝塔石化”）公告称，公司发行的 2014 年度第一期中期票据（债券简称：14 宁宝塔 MTN001）应于 2019 年 1 月 29 日兑

付本息，因公司流动资金紧张，截止兑付日终，公司未能按约定筹措偿付资金，“14 宁宝塔 MTN001”不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。

资料显示，“14 宁宝塔 MTN001”发行总额人民币 8 亿元，发行期限为 5 年，票面利率为 8.9%，本期本息兑付日为 2019 年 1 月 29 日，本期应偿付本息金额合计人民币 8.712 亿元。

一周之前，宝塔石化曾发布公告称：由于公司流动性紧张，“14 宁宝塔 MTN001”到期本息兑付存在不确定性。如今违约成为现实，宝塔石化表示，公司正在努力通过多种途径积极筹措资金，同时加强自身经营，力争筹措足额偿付资金兑付本期债券。

本期债券的主承销商广发证券表示，将持续督导发行人继续通过多种途径积极筹措本期中期票据偿债资金，尽快向持有人支付本期中期票据的本金及利息。并将于近期召集召开持有人会议，就违约事件与持有人进行沟通，共同商讨后续处置方案，维护持有人权益。并将根据持有人会议情况，具体开展违约处置工作。

宝塔石化目前债券存量尚有一只“14 宁宝塔 MTN002”，规模 10 亿元，“14 宁宝塔 MTN002”将于 2019 年 9 月 26 日到期。另外值得一提的是，一周前宝塔石化也公布了其控股股东暨实际控制人孙珩超，涉嫌票据诈骗罪被公安机关执行逮捕的具体事项。

（摘自每日经济新闻，2019 年 1 月 29 日）

[返回目录](#)

联合观点

融资租赁行业分析及 2019 年展望

2017 年以来，受宏观经济增速放缓、金融监管环境趋严、行业竞争加剧等因素影响，我国融资租赁行业企业数量、注册资金和租赁合同余额增速均明显放缓；从目前已在公开市场发行债券的租赁企业来看，租赁业务新增投放量减少，租赁资产规模增长乏力，融资成本上升，盈利水平呈下降趋势。但整体来看，虽然融资租赁行业增长放缓，但盈利仍处于较好水平，融资和资本补充渠道亦逐步拓宽，资本仍保持充足水平，融资租赁行业整体发展态势较好。另一方面，与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场渗透率远低于发达国家，仍有很大的提升空间和市场潜力。

展望未来，随着“供给侧改革”、“一带一路”、“中国制造 2025”等国家政策的持续推进，融资租赁行业运营环境持续优化，市场需求逐步提升，给融资租赁行业带来良好的发展空间和机遇。另一方面，在宏观经济增速放缓、利率市场化进程持续推进的背景下，租赁企业资产质量下行压力未减，利差收窄使得盈利承压；随着租赁企业数量较快增长，同业竞争日趋激烈，业务领域同质化亦愈发严重，业务的发展对租赁企业风险管理和专业化运营水平也提出更高要求。此外，随着融资租赁企业的监管职能划归到银保监会，融资租赁行业将面临监管趋严趋紧，但亦有利于防范金融风险，促进行业健康发展。综上，联合资信认为，未来一段时间内我国融资租赁行业信用风险展望为稳定。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190123/150780537.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信金融部供稿，2019 年 1 月 23 日）

[返回目录](#)

2018 年资产支持证券利差分析报告

2018 年，我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 2660 只，同比增长 17.75%；发行单数 926 单，同比增长 45.37%；发行规模 19952.40 亿元，同比增长 41.42%。2018 年，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.49%、6.30% 和 6.72%，同比分别上升 7BP、40BP 和 63BP；发行利差均值分别为 240BP、317BP 和 360BP，同比分别上升 35BP、70BP 和 91BP。各信用等级发行利差均值之间的级差明显扩大，AAA 级和 AA+级、AA+级和 AA 级之间的级差分别扩大 35BP 和 21BP，反映债市违约数量上升情况下，投资者风险偏好显著下降。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。

2018 年，在去杠杆大背景下，我国债券市场承压，发行利率同比上升，总体上高位运行，下半年政策放宽后有所回落，我们对 2019 年资产证券化市场的展望如下：

1、截至 2018 年末，我国资产支持证券发行量已突破 5 万亿元，存量突破 3 万亿元，已达到一定的体量规模，同时风险也开始暴露，未来政策有可能适当收紧。2019 年资产支持证券发行规模预计将稳步增长，但增速将明显放缓。

2、在我国债券市场违约逐步常态化后，投资人对于是否能够真正实现破产和风险隔离会更加关注，对于资产证券化的风险认识更加清晰，对于主要由基础资产来合理提

升信用的资产证券化产品会更加青睐，对过于依赖主体信用的资产证券化产品会保持警惕。

3、随着市场对资产支持证券的认可度的提高，二级市场流动性有望进一步改善，从而降低资产支持证券和企业债之间的利差水平，为市场发展提供新的动力。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190124/150795408.shtml>

（摘自中国证券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2019年1月24日）

[返回目录](#)

2018年熊猫债券市场研究报告

2018年，银行间市场熊猫债券监管新规落地，熊猫债券发行配套制度进一步完善成熟，“一带一路”债券及绿色熊猫债券指南的推出也为熊猫债券市场发展带来契机。下半年以来，货币政策转向边际宽松，利率中枢下移，加上人民币贬值、汇率成本下行，熊猫债券发行成本有所降低，提振一级市场发行。另一方面，国内债券市场违约常态化导致市场风险偏好下降等因素在一定程度上制约了熊猫债券市场的进一步放量。

2018年，中国债券市场共发行58期熊猫债券，发行规模共计955.90亿元，同比取得大幅增长，一级市场发行提速明显；熊猫债券发行主体类型保持多样，但仍集中在房地产和金融行业；熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人持续增多，新增来自日本、新加坡、菲律宾和阿联酋的发行人，主要集中在“一带一路”沿线国家；熊猫债券平均发行规模有所下降，发行期限以3年期为主，短期债券发行量大幅萎缩；熊猫债券信用等级进一步向AAA级集中，下半年以来发行利率显著回落。

展望2019年，货币政策明确边际宽松方向、市场利率中枢持续下移等预期将继续利好熊猫债券一级市场发行；中国债市双向开放不断升级，人民币计价债券逐步纳入国际主流债券指数，将吸引更多境外投资者了解关注中国熊猫债券市场；银行间熊猫债券发行新规落地和逐步运行令境外发行人参与熊猫债市场变得更为便利和规范。此外，2019年将迎来第二届“一带一路”国际合作高峰论坛，“一带一路”朋友圈有望持续扩大，将为熊猫债券市场引入更多来自不同国家和地区的发行人，进一步优化发行人结构。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190124/150795381.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级主权部供稿，2019年1月24日）

[返回目录](#)

2018 年商业地产资产证券化回顾及展望

商业地产投资回落，增量不足，已进入存量市场时代，与此同时金融去杠杆政策的持续、市场流动性紧缩、投资者信心不足等因素导致房企融资较为困难。商业地产的核心特点就是能持续产生现金流，这与资产证券化的本质不谋而合，相比传统融资，商业地产资产证券化融资具有融资成本低、融资规模大、用途灵活等特点。

2018 年商业地产资产证券化持续成为热点，全年一级市场 CMBS（含 CMBN）和类 REITS 共发行 50 单，发行规模合计 1020.77 亿元，呈现出单数较多、规模较大、发行利率略有升高、发行期限较长、融资人多为房企等特点，同时首单物流园区 CMBS 产品和首单社区商业 REITs 产品的发行使得可证券化的商业地产类型更加丰富。

国内商业地产资产证券化自 2015 年开始，经过几年的蓬勃发展，至 2018 年末形成了近千亿的规模，但目前仍存在破产隔离不理想、标准化程度低、产品分层较为简单等问题。笔者认为短期内可能出现特例，但我国商业地产资产证券化要实现基础资产分散、产品分层多样常态化预计仍需很长时间。借鉴国外成熟市场的经验，我国应从逐步开放市场、完善立法、培育特殊资产服务机构等方面出发，推动商业地产资产证券化的进一步发展。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190124/150795355.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级结构融资二部供稿，2019 年 1 月 24 日）

[返回目录](#)

2018 年度债券市场发展报告

不断优化债券市场环境，促进债市长远健康发展。2018 年，在《“十三五”现代金融体系规划》的指引下，监管层不断优化债券市场环境，在推动债券市场定向扩容、推进债市统一监管、完善发行与流通机制等方面出台了多项政策，促进债券市场长远健康发展。

发行利率整体小幅波动下行，债券发行量继续增长。2018 年，央行继续实施稳健中性的货币政策，在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行共实施四次定向降准，同时灵活开展公开市场操作，综合运用多种货币政策工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，保证了

流动性的合理充裕，市场利率整体呈小幅波动下行走势。在此背景下，2018年，债券市场共发行各类债券43.20万亿元，较上年增长6.75%。银行间债券市场新发债券占债券市场发行总量的90%以上，仍是我国债券主要发行场所，其中，非银行金融机构债、政府支持机构债券、中期票据、短期融资券（含超短期融资券）、证券公司短融、银行间市场资产支持证券和非金融企业资产支持票据的发行量增幅显著，企业债的发行量明显减少；交易所市场新发债券3.19万亿元，较上年增加15.43%，其中，公司债（含私募债）的发行量增幅较大，证券公司债、可交换债的发行量明显减少。截至2018年末，我国债券市场主要债券存量规模达到83.11万亿元，较上年增长约12%，规模继续扩大。

债券发行量有望保持增长，债市服务实体经济能力将得到重点提升。2019年，我国将继续实施稳健的货币政策，市场流动性将保持合理宽松，同时受益于民营企业和小微企业融资环境优化、稳基建稳投资背景下地方政府债发行的增加以及鼓励支持熊猫债、资产支持证券等的发展，债券市场发行量有望继续保持增长。同时，监管层将继续加强协同配合，在完善系统重要性金融机构监管的背景下，更多规范债券发行及交易业务的细则或将出台，风险管控力度将持续加强，债券市场统一监管进程也有望继续推进。随着“一带一路”倡议的深入推进以及“债券通”、熊猫债相关机制和基础设施的不断完善，我国债券市场将继续加强与国际市场的互联互通，对外开放程度将进一步加深。债市信用风险方面，2019年，我国信用债偿债压力仍然较大，民营企业仍将是信用风险的主要爆发点，城投企业的信用风险将有所加大，产能过剩、房地产、贸易等行业信用风险需要重点关注，与此同时，随着违约处置机制的不断完善，以及市场化处理违约债券经验的逐步积累，我国债券市场违约后处置方式将更加丰富。

整体来看，2019年我国宏观经济将面临下行压力，确保经济运行在合理区间是发展的主要目标。未来宏观政策将强化逆周期调节，松紧适度的货币政策将为债券市场的发展提供合理充裕的资金面基础，债券市场机制不断完善，对外开放程度不断加深，优化融资环境支持实体经济，拓宽民企、小微企业债券融资渠道，平衡地方债支持基建补短板，加强风险管控，将成为2019年债券市场发展的重点内容。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190125/150801855.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2019年1月29日）

[返回目录](#)

交通运输行业 2018 年四季报

债券市场方面，2018 年四季度，交通运输行业债券发行数量有所增长，铁路运输类债券发行规模的大幅减少使得发行金额有所下降，债券发行仍以高级别发行人为主；2019 年一季度债券到期规模较上年同期有所增长，面临债券到期及行权的发行人以国有背景为主，行业整体现金到期债务比表现良好；2018 年第四季度，交通运输行业级别向上迁徙的主体 1 家，无主体级别向下迁移的主体。

2018 年行业运行方面，受高铁分流作用持续以及出行方式升级影响，客运量仍呈下降状态但降幅有所收窄，“公路治超”、“公转铁”、“港口禁汽运煤”等政策的持续推进，货运表现减损；铁路客运持续向好，货运增速趋缓，但在铁路货运增量政策利好下，铁路货运量有望持续回流；随着我国国民经济增速放缓及对外贸易增速下滑，主要港口运营指标呈小幅增长态势，但增速出现明显下滑；受益于全国经济平稳增长和居民收入增长等因素，航空运输业需求旺盛。

查看全文请点击 https://mp.weixin.qq.com/s/zAm0_kOeD0cShikQym-QOA

（摘自联合评级公众号，联合评级工商一部供稿，2019 年 1 月 29 日）

[返回目录](#)

2018 年中资美元债市场回顾及 2019 年展望

在严控金融风险 and 持续去杠杆的背景下，2018 年境外发债监管趋严，对部分行业 and 低资质主体境外发债提出更高要求，境外发债监管再度升级在一定程度上抑制了中资美元债的发行。中美两国货币政策“背道而驰”使得两国国债利差持续缩窄，“贸易战”等一系列政经事件使市场避险情绪有所升温、人民币兑美元贬值加剧，从而增加了企业发行成本，降低了部分中资企业发行美元债的意愿。此外，2018 年中国境内外债券市场出现违约高潮，信用风险事件频发、违约风险增大，使得企业再融资环境有所恶化，部分较低资质的企业再融资难度和成本明显上升。

2018 年，中资美元债发行规模从高位回落，全年共发行中资美元债 529 期，总发行规模 1793.33 亿美元，发行期数较 2017 年增长了 10.67%，但发行规模则较 2017 年峰值下滑了 23.12%。整体看，发行行业仍以房地产行业 and 银行业为主，但监管趋于收紧以及市场需求弱化导致其发债量出现下降；美联储年内 4 次加息带动中资美元债发行利率

中枢出现上移，发行票息在中高区间（4%及以上）的规模占比高达 62.90%，较 2017 年（43.38%）大幅上升 19.52 个百分点，固定利率债券依旧是最主要的发行票息类型，但浮息债券发行规模占比大幅上升；发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，面向美国及全球投资者的发行方式继续遇冷；发行架构以担保发行为主，但受政策影响直接发行占比较 2017 年明显上升；发行期限仍以 3~5 年期为主，除 5~10 年期发行规模占比有所下降外，其他期限均有所上行；评级缺失现象更加显著，发行债项整体资质有所提高。

2019 年，中美两国货币政策或将继续分化，从而在一定程度上抑制美元债的发行，但在国内持续去杠杆的背景下，受宏观调控政策影响较大或境外债券到期压力较大的企业，如房地产企业、城投公司等可能将继续不惜以高利率在境外融资，预计 2019 年中资企业美元债券发行量可能继续呈现小幅萎缩或基本持平的态势。此外，2019 年在中国经济仍存在下行压力、境内外债券市场信用风险加剧的背景下，市场风险偏好或将继续下降，预计 2019 年中资美元债发行人资质有望进一步提高。2019~2021 年，中资美元债市场将迎来偿债高峰期，在大规模债务集中到期的背景下，信用风险可能进一步暴露。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20190130/150838952.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信主权部供稿，2019 年 1 月 29 日）

[返回目录](#)