

债市聚焦

2017.9.27-10.10

2017 年第 39 期 总第 235 期

政策指南

上交所与卢交所签备忘录推进绿色债券领域合作

市场动向

全国首单专项扶贫中票成功发行
消费升级带动消费信贷 ABS 爆发式增长

风险事件

绿地集团爆总额 4.5 亿违约

联合视点

债市发行量或将上升，各地区违约风险有所分化
信用风险总体可控，局部违约仍需警惕
熊猫债市场前景广阔
建筑施工行业 2017 年市场发行情况及行业风险特征
非金融企业债券收益率曲线编制方法研究

联合资信官方微信平台



联系方式

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

政策指南

上交所与卢交所签备忘录推进绿色债券领域合作

9月28日，上海证券交易所与卢森堡证券交易所在上海举行合作备忘录签署仪式，确定共同推进两所在绿色债券领域进一步合作。

上交所与卢交所均为行业领先的可持续发展证券交易所。自今年6月起，以上交所上市的绿色债券为样本编制的上证绿色债券系列指数开始在上交所与卢交所同步展示行情，成为两所绿色金融合作的良好开端。两所此次在2006年合作谅解备忘录的基础上签订附录，主要聚焦于加强绿色债券信息展示等领域的合作，为国际投资者获取中国绿色债券市场信息提供高效透明的渠道，为国际投资者关注和投资我国绿色环保产业，加强国际绿色金融合作提供新模式。

卢交所首席执行官 Robert Sharfe 表示，两所合作的核心目的是通过绿色债券信息展示增加市场透明度，沟通中欧市场，使绿色债券发行人面向更为丰富的投资需求和更为多样化的投资者群体。

上交所表示，以此为契机，上交所将继续落实中国证监会关于支持交易所积极参与绿色金融领域的国际交流合作的指导意见，进一步借鉴国际先进经验，支持绿色产业，促进我国绿色债券市场健康有序发展，与各方共同推动我国绿色金融体系构建。

（摘自中国证券报，周劲松，2017年9月29日）

[返回目录](#)

市场动向

全国首单专项扶贫中票成功发行

国家开发银行独立主承销的贵州高速公路集团有限公司专项扶贫中期票据日前成功发行，首期发行15亿元，票面利率4.8%，期限3年，全部用于支持贵州省境内遵毕、惠兴、思剑、镇胜、板江5条扶贫高速公路项目。本期债券注册

金额 100 亿元，是中国银行间市场交易商协会推行扶贫票据产品以来，全国首单募集资金全部用于扶贫用途的专项扶贫中期票据，同时也是目前市场上注册金额最大的扶贫债务融资工具。

（摘自金融时报，周萃，2017 年 9 月 28 日）

[返回目录](#)

消费升级带动消费信贷 ABS 爆发式增长

随着消费升级的不断推进，今年以来，消费信贷 ABS 迎来了爆发式增长。据统计，截至 9 月 28 日，今年个人消费类企业 ABS 累计发行了 1713 亿元，是去年同期 4 倍多和去年全年发行量的 2 倍多。

专家表示，消费金融 ABS 呈现如此的爆发性走势与消费金融需求旺盛有关，随着居民生活水平提高以及消费观念更加前瞻，消费金融 ABS 的市场增加。由于消费金融 ABS 具有收益高、期限短等特点，因此其对提升消费金融公司资金周转效率、释放资本占用空间、优化债务结构等方面都有一定程度的助益。

另外，消费金融 ABS 爆发式增长得益于当前市场更加开放、资产类型快速扩充以及发行门槛的降低。专家认为，从资金需求方的角度来看，近年来，互联网消费金融发展十分迅速，小额消费贷款规模增速明显，因此产生了大规模的资产证券化需要。现在市场上出现了像小额信贷资产，3C、教育、旅游、租房等有场景消费贷资产，以及汽车金融资产等非常丰富的资产类型，并且这些资产质量越来越优质，在市场上反响非常好。从资金供给方的角度看，银行等金融机构也非常需要更多优质的 ABS 项目来扩充其资产配置渠道，供需两方一拍即合催生今年 ABS 发行的爆发。

“目前，市场发行主体仍以互联网巨头公司为主，未来发行主体或有所扩展，但迅速扩大的可能性不大。”专家表示，监管对于发行 ABS 的互联网金融企业的主体要求相对严格，发行主体的股东背景、产品结构、资金是否真实用于消费场景等方面都是监管核实的重点，必须要符合此类条件的企业才有资格申请成为发行主体。

就消费金融 ABS 未来的发展，专家认为，一方面，消费金融所渗透进的领域、客户群，广度深度将扩大，与个人生活、企业经营产生更加密切的融合；另一方面，监管和市场政策导向对合规性和规范的要求，将是一种重要的影响因素。

专家预计，未来消费信贷 ABS 还会有持续增长的空间。当然，随着规模变大，消费金融 ABS 的潜在风险需要加强控制，维护金融安全。

（摘自经济参考报，刘丽，2017 年 9 月 29 日）

[返回目录](#)

风险事件

绿地集团爆总额 4.5 亿违约

8 月，绿地山水城 1 号资产管理计划违约 2.3 亿。根据绿地的中报，绿地欠中信信托和一些小银行的钱，逾期的债务总额已经高达 4.575 亿元。

今年深圳某百强房企欠薪 3000 万，疑资金链断裂，老板去向不明。再比如几个月前链家在北京关了 300 多家店。其实，大多破产的房企，都是因为调控引发的资金紧缩、扩张太快、产品不适销，高成本融资等问题。

前不久，绿地集团发布中期报告显示，绿地辽宁部分子公司的逾期短期债务达 2.475 亿元，逾期时间为 78-370 天不等，逾期长期债务为 2.1 亿元，逾期时间为 192 天和 703 天。总共加起来，是 4.575 亿元。

绿地辽宁欠的一部分是小银行的钱，比如本溪禾丰村镇银行、锦州银行等当地小银行。还有中信信托 2 个亿逾期未还。此外，还有一些私募基金的钱也违约了，比如利得资本—绿地山水城 1 号资产管理计划，规模 1.3 亿元，今年 8 月 1 日到期也没有还完。投资者迟迟无法拿回本息。这些欠款，都是源于一个项目，即辽宁本溪山水城项目。该项目比较大，宣传称总共有 150 万平米，9000 户，绿地自称需投资一百亿。项目 2010 年就开工了，2012 年卖第一期。正好遇到上一轮调控期，项目难卖，回款也难。2015 年 9 月还因资金问题被媒体爆出停工。且曾爆出大量已经交付购房款的业主，迟迟无法拿到新房而走上上访道路的新闻。

（摘自凤凰网，2017 年 9 月 27 日）

[返回目录](#)

联合视点

债市发行量或将上升，各地区违约风险有所分化

2017年9月26日下午，由联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）和联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）共同举办的“2017年中国债券市场信用风险回顾与展望”论坛在上海金茂君悦大酒店顺利召开。来自监管机构、证券公司、银行、基金公司、保险、资管公司的约200位领导和专家出席了论坛，联合资信副总裁李振宇先生主持了论坛。

联合资信副总裁李振宇先生发表了精彩的开幕致辞，并以“2017年债券市场信用风险回顾与展望”为题进行了演讲。李振宇先生回顾了2017年前8个月债券市场信用风险概况，并总结了中国债券市场信用风险的主要特点。在对中国债券市场进行展望时，李振宇先生认为，中国出现系统性风险的可能性不大，稳健中性货币政策背景下债券市场发行量或将有所上升，各地区违约风险有所分化，国企、城投企业的信用风险或将加大等。

联合资信评级总监谢凌艳女士发表了“医药行业信用风险回顾与展望”的主题演讲，对医药行业现状、政策、发债企业信用状况等方面进行了详细分析。

联合评级工商评级总监周馥先生发表了题为“城投行业信用风险展望”的演讲，从2017年以来城投债的融资环境、发行和存量情况、信用状况、财务表现以及信用风险展望等方面进行了深入的分析。

联合资信评级总监张驰先生发表了“资产证券化基础资产类型与特征探讨”的主题演讲。张驰先生对2017年上半年资产证券化市场进行了回顾，并分别介绍了汽车贷款资产支持证券等的基础资产信用状况和未来发展趋势。

联合评级总经理助理刘晓亮先生发表了“房地产行业信用风险分析及展望”的主题演讲，详细介绍了房地产行业政策及运行情况、发债房企信用状况等内容，并对房地产行业未来运行情况和开发企业未来信用状况进行了展望。

联合资信工商二部总经理李小建先生发表了“煤炭行业信用风险回顾与展望”的主题演讲。李小建先生从行业现状、行业政策、发债存续企业的信用状况等方面介绍了2017年煤炭行业的发展情况，并对煤炭行业信用风险展望为稳定。

惠誉中国企业研究团队董事黄筱婷女士发表了“从国际评级机构角度看 PPP 的信用影响”的主题演讲。黄筱婷女士主要介绍了 PPP 对于基础设施投资的推动作用、中国 PPP 项目结构等内容。

最后，在圆桌论坛环节，联合评级副总裁艾仁智博士担任主持人，与来自天风证券、兴业证券、中再资产、陆金所以及中欧基金的多位专家围绕未来宏观经济及债券市场走势等问题进行了热烈的探讨。

查看全文请点击 <http://bond.jrj.com.cn/2017/09/27173323177928.shtml>

（摘自金融界，2017 年 9 月 27 日）

[返回目录](#)

信用风险总体可控，局部违约仍需警惕

尽管经过各方积极行动、主动作为，目前国内“降杠杆”的综合性措施已取得初步进展，非金融企业杠杆率的下降趋势进一步确定，系统性信用风险整体无虞，但来自个别发债主体的局部信用风险依旧无可避免。不少券商研究员对四季度的信用市场表现依旧持谨慎中性态度。

短期内，在信用债发行难度加大、发行成本提高而企业又需要现金流周转的背景下，其可选择的融资手段并不多。特别是对一些民企以及需要借新还旧的企业而言，来自间接融资难和成本上涨的压力不言而喻。伴随后期再借再还负债金额的扩大，以及企业议价能力与主动权的进一步丧失，其财务状况或持续恶化，最终形成一个恶性的螺旋。

来自联合信用评级有限公司的研究观点指出，随着债市防风险、去杠杆政策的继续落实，较高的融资成本及融资渠道受限很可能加剧中小企业的流动性压力，并增加其发生违约的概率。

不少业内人士认为，综合考虑企业尤其是民营企业外部融资渠道并不通畅的现状，可以判断，后续钢铁、煤炭、有色、水泥、化工等过剩行业将出现明显的内部分化现象。具体来说，生产成本及三费控制能力较强的行业龙头企业的外部融资渠道会相对稳定，在行业集中度提升时竞争优势突出，而成本高企、不具备规模优势的中小型民企融资环境料持续承压，生存空间或进一步收窄。

8 月份以来，由于流动性持续收紧，大量企业取消或推迟了债券发行计划，

这导致 8 月社融数据中企业债券的融资规模较 7 月大幅下滑了 1777 亿元。

联合资信评估有限公司副总裁李振宇直言，2012 年至今，在发生主体违约的 93 家企业中，民营企业有 63 家，占比最大。从近三年的平均违约率来看，民营企业的违约率也是最高的。此外，今年 1 月至 8 月，在我国公募债券市场中，地方国有企业、央企发行人的等级调降率分别为 0.87%、1.02%，远低于民营企业 1.72% 的调降率。

通过观察，不难发现当前触发国内信用风险的主要因素来自六个方面。其一，是宏观经济结构的转型，经济增速放缓背景下需求减弱，中性偏紧的货币政策促使融资成本上升，信用政策收紧提高了企业尤其是民营企业的融资难度。其二，是供给侧结构性改革下产能过剩、周期性行业风险加速暴露。需求减弱背景下，强周期产业的盈利能力大幅下降。中欧基金管理有限公司信评总监张明指出：“尽管现阶段价格的提升，使得周期性行业企业的盈利水平超出市场预期。但个人判断，价格反弹的持续性可能不强，更多是受到供给端压缩影响而建立的短期行情。从长期来看，基本面的真正改善仍要等待实体经济的需求回暖。未来债务水平太高或债务绝对规模太大的企业（不具备可持续生存能力）还是难逃违约命运。”其三，是公司治理与业务经营不善导致发债主体的盈利能力大幅下降。其四，是重大风险事件的发生，例如公司实际控制人接受调查或失联等等。其五，是股东或政府等外部支持能力和意愿的减弱。其六，是担保方未履行担保代偿责任。

总体来说，尽管在政策层维稳力度加大的背景下，出现系统性信用风险的概率不大，但个券违约的曝光料难以避免。

展望后市，在严监管的大环境中，叠加委外收缩与市场风险偏好的下降，低等级信用品种的表现难言乐观。随着政策效应的不断发酵，低等级信用债抛压的扩增料将持续，而这也必将带动等级利差继续走阔。

综上，具体到信用市场的投资方面，张明坦言，对交易型机构来说其配置价值和吸引力较为有限，还是建议等待机会。

（摘自经济参考报，杨溢仁，2017 年 9 月 29 日）

[返回目录](#)

熊猫债市场前景广阔

熊猫债这一境外机构在我国发行的以人民币计价的债券品种，正在快速融入我国债券市场“大家庭”。数据显示，经历了上半年的沉寂后，今年下半年特别是债券通开通以来，熊猫债发行正在回暖。记者多方采访中了解到，债券市场对外开放扩大、人民币国际化和“一带一路”建设推进、国内外利差收窄大环境下，无论是熊猫债的发债需求还是投资需求都在逐步旺盛。展望未来，熊猫债发展前景广阔，机构预测，到 2020 年，熊猫债市场规模有望超过 3000 亿元人民币。不过，如何应对挑战，把握机遇，仍是市场亟待解决的问题。

据了解，熊猫债发端于 2005 年，但 2005 年至 2014 年发展始终较为缓慢，仅有 6 笔熊猫债发行，发行规模共计 60 亿元。2016 年，熊猫债的发展速度进一步加快，全年共计发行 1290.4 亿元，较 2015 年增长 893%。

不过，今年以来，受国内债券市场整体环境影响，熊猫债市场规模缩水明显。财汇大数据终端显示，截至 9 月 26 日，前三季度熊猫债发行量为 629 亿元，较去年同期（788.2 亿元）下降 20.20%。特别是今年上半年，银行间公开市场仅中信银行（国际）有限公司一单熊猫债发行成功，发行利率 4.4%，发行成本比去年同期明显上涨。专家称，从熊猫债发行缩水的原因来看，债券市场整体萧条，利率水平居高不下，导致发行人融资成本增加是主要的因素。同时，上半年并未出台相关监管政策，熊猫债市场的发展仍然缺乏明确的政策及规定指引，市场扩容速度明显放慢。

联合资信主权部分分析师认为，2017 年上半年，熊猫债发展势头放缓的原因包括国内融资成本上升、资本管制加强、房地产企业发债受限等因素。“首先，在金融系统去杠杆、美元加息等因素影响下，2017 年以来，中国银行间和交易所市场主要期限固定利率国债到期收益率均呈现明显上升趋势，熊猫债发行成本也随之上升。以德国戴姆勒公司为例，该公司在 2016 年 11 月和 2017 年 5 月分别发行的两支 3 年期熊猫债成本相差近 200bp。融资成本升高使得很多潜在的熊猫债发行人被迫推迟或取消了发行计划，是导致熊猫债发展势头放缓的主要原因。其次，中国政府进一步加强了对资本流出的管制，熊猫债募集资金的汇出因此受到一定影响，从而影响到熊猫债的发行。再次，熊猫债的发行主体多为注册地位

于境外的中资房地产企业，而 2016 年末以来政府加大了对房地产企业境内融资的限制，使得很多房地产企业纷纷转向国际市场融资，在一定程度上导致了熊猫债发行量的下降。”

专家也指出，目前，对于大多数外资发行人而言，发行熊猫债的成本比透过其本国债券融资并将所得转移至其在中国营运的公司要来得高。“中国 10 年期债券收益率在 2017 年 5 月达到高点 3.71%，较 2016 年 5 月高 70bp，是自 2014 年 12 月以来的最高水平。与此同时，主要中资企业发行美元债券的成本保持平稳，因此发行美元债券更具吸引力。”

不过，分季度看，数据显示，今年三季度以来熊猫债发行明显放量，三季度熊猫债发行量达 383 亿元，创下年内新高，其中 7 月初“债券通”推出后，马来西亚银行、匈牙利主权政府等海外发行人更是密集亮相熊猫债发行市场，7 月份单月融资额就高达 180 亿元，跳升至八个月高点。机构预计 2017 年全年熊猫债的发行量将为与 2016 年相近的水平。

（摘自上海金融报，陈健，2017 年 9 月 29 日）

[返回目录](#)

建筑施工行业 2017 年市场发行情况及行业风险特征

一、建筑施工行业发债情况及财务特征

截至 2017 年 7 月底，建筑行业发债存续企业共计 125 家。2016 年建筑施工行业企业共发行债券 176 支，发行规模 1788.97 亿元，发行数量同比减少 32 支，发行规模同比下降 11.11%。2017 年 1~7 月，建筑施工行业共发行债券 65 支，总发行规模 532.46 亿元，较上年同期相比持续下降，分别下降 32.29% 和 52.37%。总体来看，2016 年以来，建筑施工企业债券发行数量和发行规模均有所下降。

中国的建筑行业企业规模呈现“金字塔”状，即少量的大型企业、少量的中型企业和众多的小型微型企业并存。建筑施工行业垫资经营的属性对企业融资能力要求很高，以央企、地方国企为主的大型和中型企业是建筑行业中债券融资的主力。近两年，央企和地方国企的发债数量在发行市场中占比超过 60%，发债规模占比超过 75%。其中央企的发债规模最大。

建筑行业快进快出的运营特点决定了建筑企业相对其他行业短期债务占比高，因此期限较短的短期融资券发行较多，近两年年存续发债建筑企业短期债务/全部债务均值均超过 50%。同时对于亟待发展扩大的中小型民营建筑企业，信用资质相对较低，难以满足公开市场上发债的条件，因此以私募形式的公司债发行较多。

二、建筑施工行业风险关注点

建筑行业为强周期行业，建筑企业在目前经济下行压力加大、PPP 业务迅速扩张、行业集中度提升趋势明显等因素影响下，面临着宏观环境风险、市场风险、经营风险等一系列风险。

1、宏观环境风险

国内市场方面，建筑业作为强周期行业，其发展速度与国内生产总值增速变化趋势正相关。2016 年到 2017 年上半年，中国经济增速放缓，固定资产投资增速整体回落，这给建筑企业业务规模增长带来压力。

在全球经济形势严峻、贸易保护主义抬头的背景下，中国建筑业企业海外业务开展受相关政治、经济、文化、法律法规等因素影响，导致工作难度加大，工程建设受到影响，甚至出现项目终止、经济亏损等。另外，“一带一路”国家中多为经济基础较为薄弱，经济稳定性差的新兴经济体；部分国家地缘政治复杂，政治风险较高；而且内部社会偿债能力也较弱。

2、市场风险

从下游市场来看，房屋建筑工程仍为建筑企业所承接的主要项目类型，建筑企业收入及盈利能力受房地产行业景气度影响大。2017 年，房地产调控政策频出，“防泡沫”和“去库存”任务并重，房地产投资保持中低速增长，房地产企业资金收紧，房地产下行压力增大。

从上游市场来看，钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成较大影响。对于生产过程中责任成本核算管理粗放的企业，不但无法实现预期效益，甚至可能产生亏损。

3、建筑施工行业资金周转压力大

近年来,PPP项目的推进,建筑施工企业垫资及项目结算周期延长趋势明显,导致企业资金周转压力大。2014~2016年,存续发债企业近三年应收账款周转率均值逐年下降,分别为6.75次、6.14次和5.74次,存货周转率均值分别为10.96次、8.08次和6.42次。尤其对于融资能力偏弱的低级别企业,资金周转压力增大带来的运营风险值得关注。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20170929/148328497.shtml>

(摘自中国债券信息网,公共事业一部供稿,2017年9月29日)

[返回目录](#)

非金融企业债券收益率曲线编制方法研究

收益率曲线是一组反映债券收益率与剩余期限关系的曲线。收益率曲线可以反映债券市场的利率水平,并可以作为债券交易定价的重要参考。编制收益率曲线的方法较多,目前国际上比较流行的编制方法包括样条法、Nelson-Siegel(尼尔森-辛戈尔)法和Hermite(埃尔米特)插值法等。下文将对收益率曲线的主要编制方法进行研究和对比。

收益率曲线的编制方法主要取决于其编制目的。通过对国内收益率曲线的研究,我们发现目前市场上主流收益率曲线均是公允收益率曲线,即综合市场整体情况后,采用普遍可接受的模型构建出来的,以客观描述市场收益率水平,其主要用途是在风险计量与会计核算时推算出债券的公允价值,公允收益率曲线不能很好地反映债券市场实际交易定价情况。同时我们还发现,国内主流收益率曲线在券种产品分类上过于细化,导致部分曲线产品样本券数量较少,在使用上也较为繁琐;在债券信用级别划分上与实际评级情况不相符;收益率曲线的样本券存在担保与非担保、公募与私募混同等问题。我们认为这些情况可能会影响到收益率曲线的编制和使用效果,不能够完全满足债券市场对收益率曲线的多样化需求。

每一种收益率曲线的编制方法都有自己的需求倾向性,考虑到目前国内主流收益率曲线的编制目的和债券市场对收益率曲线的需求情况,我们尝试通过编制一组收益率曲线来真实反映不同信用级别的非金融企业债券整体收益率水平。非

金融企业债券收益率曲线的基本作用是便于投资者和发行人更直观地了解不同信用级别非金融企业债券的定价行情与走势。同时，参照该曲线基准，投资者可了解市场对单只债券信用级别的认可程度，识别判断债券信用风险程度，从而为投资活动提供参考。为此，该收益率曲线应当具有以下基本特征：一是真实地反映债券收益率与信用级别关系，即只计算债券实际交易价格，不采用报价和估值；二是涵盖目前国内所有主流的非金融企业债券产品，不分交易市场和券种，整体反映非金融企业债券收益率情况；三是只反映公募、固定利率、无特殊期限和无担保的债券收益率水平，剔除私募、浮动利率、含有特殊期限条款和担保债券收益率对收益率曲线的影响。

非金融企业债券收益率曲线编制的尝试，可以进一步丰富债券市场收益率曲线种类，满足市场对收益率曲线的多样化需求。与此同时，也要看到，收益率曲线的编制方法需要经过长时间的检验和验证，样本的选择和确定也需要丰富的经验来提高和完善，非金融企业收益率曲线在以下方面还存在一定的不足和局限性：

第一，受限于我国信用债券级别中枢较高和债券交易不频繁，目前根据债券实际交易价格编制的非金融企业收益率曲线的最低级别为 AA 级，在研究了不同等级债券间的收益率关系后曲线级别扩展到了 A+级，收益率曲线序列未来还有待进一步丰富。

第二，目前非金融企业收益率曲线在异常样本筛选和关键期限点确定时是采用整体回归的方法，相较多样条的分段回归拟合方法，在精确性方面还有所不足，并且整体回归的方法会受到回归假设模型的固有趋势限制，可能会出现曲线远端部分掉头向下甚至出现负值的情况。未来，随着债券市场交易的逐渐成熟以及收益率曲线编制数据和经验的不断积累，我们也将不断改进和完善非金融企业曲线编制方法，更加精确地体现非金融企业债券收益率水平。

查看全文请点击 <http://www.lhratings.com/research/index.html>

（摘自联合资信网站，研究部林青供稿，2017年9月29日）

[返回目录](#)