

# 债市聚焦

第 33 期  
总第 280 期  
2018

## 政策指南

CMBS 指引出台渐近 现金流要求或趋严

财政部：依法依规管控地方政府债务风险

## 市场动向

全国首只 20 年期地方政府一般债券在上交所成功发行

年内 54 家券商股债融资超 4600 亿元 短融高达 785 亿元

融资渠道收紧 地产商今年已发住房租赁债 618 亿元

## 风险事件

丹东港 20 亿债券无法偿还 累计违约已超 54 亿

美兰机场：“17 美兰机场 SCP002” 技术性违约

违约事件再抬头：“15 金鸿债” 协议兑付计划成“一纸空文”

永泰能源再曝 10 亿债券违约

## 联合观点

2018 年二季度房地产债券发行市场分析

金融担保机构 2017 年度 top10

2018 年第二季度中国宏观经济报告



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

### CMBS 指引出台渐近 现金流要求或趋严

据悉，商业抵押贷款证券化（CMBS）业务指引出台时间渐近，指引在现金流方面的要求较目前通行要求更严格。业内人士表示，CMBS融资料变难，潜在规模达万亿元的CMBS市场规范化发展可期。

#### 对商业物业估值等提出更严要求

据悉，指引对商业物业估值、收入测算、本息覆盖倍数等提出更严格要求。

一般来说，商业物业的融资额不超过商业物业价值的70%。业内人士指出，指引落地之后，CMBS融资总额将趋向合理：优质资产才能取得高额融资，劣质资产蒙混过关获得高额融资的概率降低；资产所产生的收入测算趋严，本息覆盖倍数要求提高，将进一步保障投资者利益。事实上，有机构人士已感受到了指引的约束力。一位机构人士指出，其手中有一单CMBS项目，符合此前的登记要求，若参照指引，备案周期将延长。

#### 增强对投资者保障

业内人士表示，CMBS是基于资产产生的现金流进行结构化融资。因此，CMBS最核心的是基础资产的质量，要点在于判断基础资产是否能产出持续稳定的现金流。在此基础上进行估值、结构化分层、治理机制安排、合规性审核等，最终构建出相应的CMBS产品。如果CMBS产品设计片面关注主体信用评级而忽视基础资产质量，或者由于主体增信而牺牲产品的承销获准，一方面会给投资人带来风险，另一方面也干扰了CMBS作为一项资产支持证券的风险定价机制，阻碍CMBS市场的成熟和发展。主体评级稳定性比基础资产更难预测，在房地产调控的背景下波动性可能较强。目前CMBS的认购资金主要来自于银行、保险、券商资管与基金公司等。稳定结实的产品标准有利于投资人达成共识，扩大投资者基础，提升二级市场交易的活跃度。

相较现行标准，指引对资产的要求提高，只有优质的基础资产能通过CMBS获得融资，增强了对CMBS投资者的保障，但CMBS发行量可能会受到影响，因为满足新规的资产可能有限。

### 万亿市场尚处起步阶段

行业一般认为，CMBS潜在市场规模可达万亿元，目前尚处于发展起步阶段。据统计，今年以来，市场共有15单CMBS发行成功（统计涵盖起息日期为2018年1月1日至8月21日），规模共计306.65亿元。其中一季度发行成功7单，融资总额116.71亿元；二季度发行成功4单，融资总额133.52亿元。今年一季度较去年四季度有所回落。去年四季度发行成功10单，融资总额237.68亿元。2018年以来，CMBS呈现降温趋势，与资产证券化监管趋势一致。

（摘自中国证券报，叶斯琦、吴娟娟，2018年8月22日）

[返回目录](#)

### 财政部：依法依规管控地方政府债务风险

财政部部长刘昆28日在作今年以来预算执行情况的报告时表示，将坚持标本兼治，依法依规管控地方政府债务风险，下一步，将从五方面强化地方政府债务管理：

一是坚决遏制隐性债务增量，督促整改政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为，严禁各种违法违规担保和变相举债。

二是妥善化解隐性债务存量，省级政府对本辖区债务负总责，省级以下政府各负其责，重点加强对高风险地区债务化解力度。

三是进一步完善地方建设项目和资金管理，强化财政约束，有效抑制地方不具还款能力的项目建设。

四是持续保持高压监管态势，建立健全跨部门联合惩戒机制，严肃问责地方政府、国有企业、金融机构、中介机构违法违规融资担保行为，做到终身问责、倒查责任。

五是研究出台加快融资平台公司市场化转型、地方政府债务信息公开等制度办法，加快推进权责发生制政府综合财务报告制度改革，健全债务管理长效机制。

刘昆说，今年以来，我国积极防范化解地方政府债务风险，进一步完善监管政策，从规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为、加强对企业发行债券的监管等方面入手，坚决遏制隐性债务增量。与此同时，平衡好防风险和稳增长的关系，今年地方政府债务限额比去年增加2.18万亿元，以保障地方重大公益性项目建设融资需求。丰富债券品种，试点发行地方政府棚户区改造专项债券，继续推进存量政府债务置换，缓解地方政府集中偿债压力。

（摘自新华网，胡璐、韩洁，2018年8月28日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 全国首只 20 年期地方政府一般债券在上交所成功发行

8 月 22 日，20 年期内蒙古自治区政府一般债券在上交所成功招标发行，这是我国首只超长期限地方政府一般债券，也是首只保险机构认购超九成的地方政府债券，标志着地方债的发行进入新阶段。

据了解，本只债券发行规模 100 亿元，发行利率为 4.44%，较国债基准上浮 12.6%，约 50 个 BP。市场认可度高，认购倍数达 3.09 倍，其中证券公司合计投标 189.3 亿，为发行规模的 1.89 倍，中标金额 50.5 亿，为发行规模的 50.5%，刷新证券公司承销团单券承销记录。

值得指出的是，本只债券 90% 以上都由保险机构认购。目前保险资金中，约有 35% 投资于债券，规模逾 5 万亿，偏好期限较长、安全性高、风险较低、收益率稳健的债券品种，超长期限地方政府一般债券具备相关的特点优势，可以充分匹配险资超长期配置需求，预计该品种的推出，将能够吸引保险机构持续参与地方债投资，为地方债引入了大额、稳定的非银资金来源，有助于地方债投资者结构进一步优化，推动市场健康发展。

根据《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》的规定，内蒙古自治区财政厅本次同时发行了 20 亿 1 年期一般债和 80 亿 2 年期一般债，从而在财政部允许的期限比例范围内，丰富了内蒙债的期限品种，为形成期限结构完整的地方债收益率曲线奠定了良好的基础，有利于进一步提高地方债发行利率市场化水平。

（摘自中国证券时报，2018 年 8 月 22 日）

[返回目录](#)

### 年内 54 家券商股债融资超 4600 亿元 短融高达 785 亿元

今年以来，券商纷纷将目光投向股债融资，为公司“补血”。截至 2018 年 8 月 21 日，年内共有 54 家券商参与股债融资。在融资规模方面，券商发行的股债融资金额共计 4682.22 亿元，其中发债 4339.4 亿元，包括证券公司债 2794 亿元、次级债 710.4 亿

元、短期融资券 785 亿元、可转债 50 亿元；股权融资共 342.82 亿元，包括 IPO81.77 亿元、定增 261.05 亿元。

整体来看，这 54 家券商的股债融资渠道仍以发行证券公司债（包括公开发行公司债券、非公开发行公司债券、证券公司短期公司债券）为主，其中共 43 家券商发行了 118 只公司债，发行额度为 2794 亿元，发行规模虽较去年同期略有下滑，但目前仍占券商融资总额的 60%。

从融资类型的增速来看，发行短期融资券的数量和额度相比去年同期都有大幅的增长，年内共有 9 家券商参与到短期融资券中，发行数量共 31 只，同比增长 21 只，增幅达 210%；发行额度 785 亿元，增幅达 292.5%。此外，证券次级债也十分受券商青睐，其优势在于可以计入资本，增强资本金充足率；为提升净资本，满足可用稳定资金，今年以来共有 24 家券商通过证券次级债的融资方式进行融资，融资金额共计 710.4 亿元。

除了债券融资之外，股权融资也是券商融资的重要渠道。近几年，随着 IPO 常态化不断形成，券商排队上市的热情逐渐高涨，尤其是今年，A 股迎来了券商 IPO 大潮，年内已有 3 家券商成功上市。此外，已经上市和正在排队上市的券商数量已经达到了 40 家，通过 IPO 进行股权增资已成为券商又一热门渠道。业内人士表示，证券行业是资本密集型行业，券商的资本实力是提升公司竞争力和稳健发展的重要因素。尤其是在今年经纪业务、投资业务收入下滑的情况下，为公司融资将有利于充实资本金，以更好地支持稳定业务发展。

（摘自证券日报，王思文，2018 年 8 月 22 日）

[返回目录](#)

## 融资渠道收紧 地产商今年已发住房租赁债 618 亿元

在融资渠道越来越窄，融资成本越来越高的窘境之下，作为资金密集型企业的地产商们不得不开始寻求新的融资渠道。公司债一直是地产商的主要融资方式之一，但在房地产行业去杠杆的背景下，从5月底开始，一系列房企的发债遭遇中止，这也让房企融资难的氛围愈加紧张。但并非所有的发债都遭到了发行障碍，以租赁名义发行的公司债已有多个获得了通过，其中部分发债公司甚至尚未公布租赁业务。

**融资渠道收紧，地产商将目光瞄向住房租赁债**

据统计,进入2018年以来,有不少开发商发行了住房租赁专项公司债券。截至目前,已有12家公司提交了发行住房租赁专项公司债的申请,发行规模总计618.8亿元。其中,获得证监会审核通过的项目有6个,已回复交易所的项目有4个,另外有3个项目目前为中止状态。

4月25日,中国证监会、住房城乡建设部联合印发《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》,以实际政策支持促进住房租赁市场发展。随着文件下发,被认为达到数万亿规模的住房租赁产业获得了最明确的资金渠道支撑。此次下发的文件明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件、政策优先支持领域、资产证券化开展程序以及资产价值评估方法等,并直接指出将在审核领域设立“绿色通道”。此后,无论是已涉足长租领域的还是未涉足的房企,均开始提交发行住房租赁债的申请。

### 没有租赁业务的也在发债

在国家提出多项鼓励及支持住房租赁市场发展的政策之后,无论民营企业还是央企开发商,纷纷布局长租公寓及自持住房等领域。目前市场上运营长租公寓的主体主要包括品牌运营商、中介系、酒店系、房企和央企。品牌运营商手中包括集中式与分散式公寓,如魔方公寓、蛋壳公寓、You+公寓等等;中介系以分散为主,如链家旗下的自如、我爱我家旗下的相寓,世联行旗下红璞公寓;酒店系以集中式公寓为主,如雅诗阁、辉盛阁、逗号公寓等等;房企主要以集中式公寓为主,如万科泊寓、龙湖冠寓、旭辉领寓、碧桂园的BIG+碧家国际社区等等;央企也是以集中式公寓为主,目前已涉足长租公寓的有上海地产、上海陆家嘴集团、张江集团、保利集团等等。

如今,在2017年销售额前5名的开发商中,除了恒大集团的业务中并没有涉及长租公寓之外,其余四家均有所涉及。

有行业人士表示,“一般都会要求发债方披露债券募集资金的具体投向,包括住房租赁项目的预计开工时间,预计总投资额等一些资料。”前述人士同时提及,在这些房企中不排除有些是出于融资的考虑,所以为了防范一些企业借助住房租赁市场的绿色通道来发债为公司输血,监管层的审核会日趋严格。

在目前被中止发行住房租赁债券的房企中,富力地产和合生创展均无项目涉足长租领域。在已回复状态中的融信、龙光目前也未有实质性的长租公寓项目。此外,已获得上海证券交易所通过的100亿元规模“中联前海开源-恒大租赁住房一号第N期资产支持专项计划”的恒大地产集团,目前的业务中也并无实质性的涉足长租公寓。

国泰君安在研究报告中表示，住房租赁专项公司债券约定了住房租赁项目的自持比例及期限，保证债券募集资金能够被用于住房租赁项目，但是从5月开始陆续有房企发行住房租赁债券被中止，以此来看，后期监管部门会对此类型发债进一步从严审核。

（摘自澎湃新闻新闻网，李晓青，2018年8月23日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 丹东港 20 亿债券无法偿还 累计违约已超 54 亿

8月22日，丹东港集团发布公告称，其“15丹东港PPN002”债券出现违约。“15丹东港PPN002”是丹东港2015年度第二期非公开定向债务融资工具，债券余额20亿元，利率7.2%，发行期限3年，主承销商平安银行股份有限公司。

由于流动性紧缺，丹东港集团此前已经出现了一系列债务违约。据统计，加上此次违约的“15丹东港PPN002”，目前丹东港发行债券中已有5只发生实质性违约，算上利息，合计违约债券金额已超过54亿元。目前，丹东港集团债务情况不甚乐观，部分资产已被法院查封。

（摘自 21 世纪经济报道，2018 年 8 月 22 日）

[返回目录](#)

### 美兰机场：“17 美兰机场 SCP002”技术性违约

2018年8月24日，海口美兰国际机场有限责任公司在上交所网站公告称，“17美兰机场 SCP002”应于当日兑付，截至大额支付系统关闭前，公司已于当日10点之前将利息5400万元支付至应收固定收益产品付息兑付资金户，后续由于大额系统关闭，未能将本金10亿元划转至兑付账户，公司已完成10亿元本金转账操作，资金在途，预计将于2018年8月27日上午到位。“17美兰机场 SCP002”构成技术性违约。

2018年8月27日，上交所公告称已足额收到“17美兰机场 SCP002”的付息兑付资金，并代理完成了该期债券的付息兑付工作。

（摘自上海清算所网站，2018年8月27日）

[返回目录](#)

## 违约事件再抬头：“15金鸿债”协议兑付计划成“一纸空文”

8月24日，金鸿控股集团股份有限公司（简称“金鸿控股”）公告称，“15金鸿债”应于2018年8月27日回售，需要支付已登记回售债券的本金和利息以及未登记回售债券的利息（合计4.14亿元），但公司未于8月23日将“15金鸿债”未登记回售债券付息资金划付至中央结算深圳分公司，构成违约。同时公司正在与登记回售的债券持有人积极协商争取达成展期协议，回收款的兑付将根据协商的进展另行安排。

据了解，在回售登记之前，金鸿控股于本月初与持有机构签署了一份协议，协议中约定投资者选择继续持有70%的债券本金至2020年8月27日到期，30%债券本金按票面金额于2018年8月27日回售给发行人；投资者继续持有债券期间的利率将由本次债券的现行票面年利率即5%上调至9.5%，募集说明书中所述的计付息规则不变。另外，协议中引入了金鸿控股的第一大股东新能国际投资有限公司作为保证人，指出同意就投资者继续持有的70%债券本金及重新计算的利息承担连带保证责任。最终持有人与金鸿控股协商将回售比例由最初方案的30%提高到了50%，回售登记时大部分机构都是回售了50%，发行人也同意按期兑付利息及相应回售款，不过，回售“减半”仍未能让金鸿控股顺利完成兑付，“15金鸿债”最终仍发生违约。对于后续方案，金鸿控股方面表示，公司及其控股股东拟通过处置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。

（摘自21世纪经济报道，2018年8月28日）

[返回目录](#)

## 永泰能源再曝10亿债券违约

继月初发生多起债券违约后，8月27日永泰能源股份有限公司（简称“永泰能源”）再曝10亿元债券违约，当日晚间，银行间市场清算所股份有限公司公告称，8月27日是永泰能源股份有限公司2017年度第五期短期融资券（简称“17永泰能源CP005”）的付息兑付日，截至27日日终，公司仍未足额收到永泰能源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。

“17 永泰能源 CP005”原兑付日是 2018 年 8 月 25 日，加速到期日是 2018 年 8 月 1 日，截至 2018 年 8 月 1 日日终，托管机构银行间市场清算所股份有限公司未收到发行人支付的兑付本息资金，未能代理发行人进行本期债券兑付工作。

该债券的主承销商浙商银行表示，将督导发行人履行相关后续信息披露义务；将尽快召开债券持有人会议，就违约事件与各位投资者进行沟通，共同商议违约后救济措施；将按照银行间交易商协会相关规则开展后续工作，并保持与持有人及相关中介机构密切沟通，持续披露进展，切实保障持有人利益。

（摘自中国证券报，王朱莹，2018 年 8 月 28 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 2018 年二季度房地产债券发行市场分析

2018 年二季度，银行间和交易所市场共发行房地产债券 92 支，同环比分别增加 55 支和 31 支，同环比分别增长 148.65%和 50.82%；银行间和交易所市场房地产债券发行规模合计 1005.98 亿元，同环比分别增长 84.04%和 14.90%。整体看，随着 2018 年地产债进入偿债和回售高峰期，交易所对以归还到期公司债为用途的地产债审批有所放松，房企交易所融资规模于 2018 年二季度同环比均大幅增长；在地产融资趋严总基调未转变的形势下房企银行间中期票据发行规模显著下滑，银行间短期债券发行规模保持增长，地产债券短期化配置需求加强。级别分布方面，2018 年二季度，银行间和交易所市场房地产债券的发行主体信用等级仍主要集中在 AAA 和 AA+，其中 AAA 级别企业发行规模最大，发行数量共 41 支，发行规模达 603.00 亿元（占比 59.94%）；AA+级别企业共发行 28 支，发行规模达 216.60 亿元（占比 21.53%）；AA 级别企业共发行 23 支，发行规模达 186.38 亿元（占比 18.53%），AA 级别房企发行规模占比环比上升幅度最大。随着 2018 年房企公司债步入偿债及回售高峰期，AA 级别房企在融资渠道收紧的情况下“借新还旧”压力显著增大。

期限分布方面，以发行规模计，2018 年二季度地产债的发行期限 3 年期占比最高，为 24.71%，占比环比变动不大；期限 5 年期的债券占比 8.99%，占比环比提升 4.31 个

百分点；1 年以内（含 1 年）的短期地产债发行规模和占比均有所增长，发行占比为 20.78%，占比环比提升 1.00 个百分点，发行规模为 209 亿元，环比增长 20.67%。

利率和利差方面，2018 年二季度受违约等信用风险事件增多、信用债资金面偏紧、地产调控预期仍严以及房企融资受限综合影响，中长期地产债的发行利率有所上行，行业利差走扩。

展望未来，7 月份中央政治局会议定调整治市场秩序、坚决遏制房价上涨，较前期的“保持楼市健康发展、遏制房价过快上涨”态度明显不同，国家仍将严控流入地产市场的资金，资金面的放松或难以体现在地产行业，行业去杠杆趋势仍将持续。部分房价上涨过快的城市可能会迎来新一轮调控和供应放量，棚改货币化安置力度下半年将略有收紧，三四线城市的市场热度有望在下半年回归理性，但中西部地区、四线及县级地区需求仍在，商品房销售不会出现大幅下滑行情。综合来看，预计地产债发行利差仍将维持高位。

查看全文请点击 [https://mp.weixin.qq.com/s/jBq3Gp0D1QTKIaXce\\_DgwA](https://mp.weixin.qq.com/s/jBq3Gp0D1QTKIaXce_DgwA)

（摘自联合资信微信公众号，联合资信工商二部供稿，2018 年 8 月 24 日）

[返回目录](#)

## 金融担保机构 2017 年度 top10

自 2014 年以来，随着债券市场的蓬勃发展以及六部委 50 号文和财政部 23 号文的发布以及债券市场的蓬勃发展，发行人对专业担保机构需求大幅增加，专业担保机构所担保债券规模整体呈增长趋势，截至 2017 年末，由专业担保公司所担保债券规模 4,970.13 亿元，涉及担保机构 30 家，其中大部分的担保公司为省级平台的担保公司。

报告中涉及的担保机构为主要服务于资本市场债券担保业务，且截至 2017 年末债券担保责任余额超过 20 亿元的融资担保机构。联合评级根据公开资料，对各担保机构从资本实力（实收资本、所有者权益、资产规模），盈利能力（营业收入、担保业务收入、投资收益、净利润、平均净资产收益率）、业务规模及代偿规模（期末债券担保责任余额、担保放大倍数），代偿能力等进行统计分析得出排名，每项指标选取前十名。

查看全文请点击 [https://mp.weixin.qq.com/s/JsAWf2J-zIJxE5p\\_fn81qA](https://mp.weixin.qq.com/s/JsAWf2J-zIJxE5p_fn81qA)

（摘自联合评级微信公众号，联合评级金融部供稿，2018 年 8 月 24 日）

[返回目录](#)

## 2018 年第二季度中国宏观经济报告

2018 年二季度，全球经济整体仍维持复苏态势，但复苏步伐有所放缓且呈现分化态势。美国经济复苏强劲；欧元区经济复苏步伐放缓；日本经济复苏缓慢；新兴市场国家经济整体表现有所分化。全球贸易保护主义抬头，我国面临的外部环境有所恶化，对我国未来经济增长尤其是对外贸易方面产生不利影响。

本季度，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在加强风险管控的同时促进经济的高质量发展。稳健中性货币政策为经济转型升级和高质量发展创造了适宜的货币环境。在供给侧结构性改革以及中美贸易摩擦有所加剧的背景下，我国经济展示出了较强的韧性，经济总体保持平稳增长。本季度，我国 GDP 同比实际增长 6.7%，仍保持较高增速水平；物价水平温和上涨；PPI 和 PPIRM 呈现回升态势；就业形势稳中向好。从三大产业来看，我国三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业增加值同比实际增速小幅回落，但仍保持较快增长；服务业增加值同比实际增速有所加快，仍是支撑经济增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，其中制造业投资增速有所加快，房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓；居民消费增速小幅回落，仍保持较快增长；进出口增幅有所回落，贸易顺差同比有所减少。

展望未来，在全球经济缓慢复苏以及中美贸易摩擦不断升级的背景下，我国经济增长面临的挑战和不确定性均有所增加，虽然消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，下半年经济增速或将继续小幅回落，同时维持全年经济增速在 6.5% 左右的预测。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20180828/149911114.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 8 月 28 日）

[返回目录](#)