

# 债市聚焦

第 21 期  
总第 316 期  
2019

## 市场动向

企业债发行同比翻番 房地产行业占比近 25%

“几家抬”政策效果进一步显现，民营企业发债融资状况明显好转

规模大增 77% 企业资产证券化产品受热捧

已发行 1.94 万亿 地方债 6 月发行规模或创今年来新高

## 风险事件

“16 配投 01” 延期兑付

“16 凯迪债” 未按时兑付回售款和利息

“16 华业 02” 无法按期兑付本息

## 联合观点

2019 年第一季度中国宏观经济报告

第二期联合投资人圆桌会议顺利召开

葡萄牙发行欧元区首单主权熊猫债



### 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](http://www.lhratings.com)  
[lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.unitedratings.com.cn)  
[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

## 市场动向

### 企业债发行同比翻番 房地产行业占比近 25%

5 月份，国家发改委集中批复了一批企业债，支持地方基础设施建设。今年以来，企业债券发行量同比大幅增长。据不完全统计，截至 2019 年 5 月 27 日，企业债券发行量达 1342.89 亿元，较去年同期翻番。

5 月中旬，国家发改委、工业和信息化部、财政部、人民银行四个部门联合印发了《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》（以下简称《通知》），指出要扩大直接融资规模。积极支持符合条件的企业扩大直接融资。推动债券品种创新，扩大优质企业债券发行规模。实施好民营企业债券融资支持工具，适时启动股权融资支持工具。

民生银行产业发展研究中心研究员郭晓蓓表示，随着中央提出加大基础设施建设补短板力度，发改委等部门也密集出台促投资政策。包括加快专项债券发行、加快地铁等基础设施项目审批、抓紧推进一批西部地区交通重大工程建设等，对改善投资环境，促进投资增长起到了作用。

从行业分类来看，今年发行的 176 只企业债中，有综合金融、住宅建筑、水公用事业、生物科技、农产品等行业。在众多行业中，房地产行业就有 43 只，占比近 25%。

郭晓蓓表示，企业债发行规模有可能继续扩大，主要是为了起宏观经济逆调节、基建托底的作用。企业债在支持重点领域重点项目、支持扩大有效投资、支持实体经济稳增长、调结构、补短板等方面将发挥更大作用。近年来除了专项债券以外，企业债在品种创新方面硕果累累。项目收益债券、小微企业增信集合债券、创投类债券、永续期债券、债贷组合债券等创新品种核准规模合计超过企业债全年核准总规模的 1/4。除了满足基础设施建设、民生等领域融资以外，企业债还着眼于产业的转型升级。这包括为绿色企业、绿色项目提供融资支持，以及研究支持服务“双创”。自绿色企业债券出台以来，市场反响积极。

（摘自和讯网，苏诗钰，2019 年 5 月 27 日）

[返回目录](#)

## “几家抬”政策效果进一步显现，民营企业发债融资状况明显好转

中国人民银行副行长陈雨露近日在参加“全面深化北京民营和小微企业金融服务推进会”时提出，在大家的共同努力下，近期小微和民营企业融资服务已经呈现出量增、面扩、价降的积极变化。债券方面，4月末，民企债券融资支持工具累计支持56家重要的民营企业发行了87只债务融资工具，融资额为399亿元；前4个月民营企业累计发行债券2053亿元，明显好于去年的同期水平。

有市场机构研究人士表示，从2019年上市公司一季度的数据来看，上市民企资产负债率有小幅下降，流动比率与现金比率出现季节性抬升，考虑到支持民营企业融资的政策持续发力，包括货币政策持续结构性支持民企融资，相较于2018年，民企获得融资支持的力度将进一步增强。

### 民企债券净融资由负转正

今年前3个月，民营企业债券净融资额连续为负，这一度引发各方高度关注。中信建投证券固收分析师黄文涛在研究中提出，今年前3个月，民营企业净融资额分别为-174.65亿元、-98.51亿元和-291.05亿元，2019年第3个月的净融资额达到了自2017年以来的次低点。

当然，这一状况在4月份出现明显改观，民企债券融资由负转正。人民银行此前发布数据显示，4月份民营企业发行债券661亿元，环比增长10%；净融资159亿元，实现2019年以来的首次转正。

在5月10日召开的吹风会上，人民银行金融市场司副司长邹澜表示，目前，民营企业债券融资状况已发生较大改变。今年前4个月，民营企业发行债券2053亿元，与2017年和2018年同期相比，处于较好水平。

与此同时，从成本上看，民营企业的债券发行利率有所下行。数据显示，4月份，民营企业债券加权发行利率是5.56%，较1月份下降64个基点。

民营企业债券融资明显改善的背后，离不开债务融资支持工具的创设和支持。2018年10月22日，国务院常务会议决定设立支持工具，以市场化方式缓解企业融资难。同时，央行持续探索和运用创新性、结构性的货币政策工具，在信贷、债券和股权3个方面出台支持民企融资的“三支箭”。其中，“第二支箭”就是债券融资支持工具，对符

合国家产业发展方向，主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场，暂时遇到困难的那些民营企业发债提供增信支持。

### 政策效果将进一步显现

在支持民营企业发债的同时，多个部门相继出台“一揽子”政策措施。人民银行此前表示，全面深化民营企业小微企业金融服务，改善货币政策传导机制，要强化“几家抬”政策合力，金融机构、政府部门应通力合作，企业也要调动自身力量，积极自救。

有市场分析人士认为，相对于目前以银行贷款为主的间接融资方式，债券融资、股权融资等直接融资方式对实体经济的作用更为直接，能够有效降低企业融资成本。在目前进一步大力度推进解决民营企业融资难、融资贵的背景下，加大推进民营企业直接融资的政策力度将成为 2019 年的一个重要工作。

尽管民企融资困境逐步改善，但在新增债券违约案例中，民营企业依然是主要违约主体。黄文涛表示，截至 4 月 17 日，今年新增违约主体 12 家，全为民营企业。今年一季度共有 10 家民企新增违约主体，相比 2018 年一季度大幅增加，不过较 2018 年四季度 19 家违约大幅下降。

随着扶持政策的进一步落实，特别是经历去年四季度违约高峰后，民企债违约状况也正逐步得到改善。邹澜表示，4 月份涉及到 8 家企业的债券违约，这里面有 6 家是以前就已经有债券发生违约的企业，只是通过短期或者重组还没有恢复过来，新增加的主体只有两家，这两家当中只有 1 家是民营企业。

“我们要看到，改善民营和小微企业的金融服务还需要更多的部门和地方政府一起参与进来，并且必须久久为功。”陈雨露认为，要发挥多层次资本市场的作用，用好民企债券融资支持工具，支持金融机构发行小微企业金融债券，把募集到的资金全部用于小微企业融资。

（摘自金融时报，赵洋，2019 年 5 月 31 日）

[返回目录](#)

## 规模大增 77% 企业资产证券化产品受热捧

4 月，企业资产证券化产品共备案 76 只，环比大幅增长 90%。同时，新增备案产品的规模合计 873.18 亿元，环比大幅增长 77%。相较于股市、债市相关产品的发行遇冷，近期企业资产证券化产品却掀起了一股发行热潮。

中国证券投资基金业协会最新发布的《企业资产证券化业务备案运行情况简报（2019年4月）》显示，2019年4月，企业资产证券化产品共备案76只，环比大幅增长90%。同时，新增备案产品的规模合计873.18亿元，环比大幅增长77%，扭转了今年前3个月新增备案产品规模持续下滑的局面。

业内人士认为，资产证券化产品规模的大幅增长，与发行利率息息相关。今年4月，市场流动性持续宽松，发行利率处于近1年较低水平。一般而言，如果发行利率下行，意味着固收市场迎来牛市，整个固定收益证券市场的发行就会增加。由于资产证券化产品规模整体体量较小，因此规模变动会更为明显。

“发行利率的下行主要源于两方面：一是部分资产证券化产品比如RMBS（个人住房抵押贷款资产支持证券），因为该类产品的底层基础资产利率有限，因此其发行利率需低至一定水平才具备发行条件，不然就会出现发行利率超过资产利率的现象；二是部分资产证券化产品是企业的融资工具，而不少融资人会对发行利率有所要求和限制。”上述人士进一步解释称。

（摘自新华网，苗雁，2019年6月2日）

[返回目录](#)

## 已发行 1.94 万亿 地方债 6 月发行规模或创今年来新高

经历了4月份地方债发行明显放缓之后，5月份地方债发行规模有所回升。据Wind数据统计，5月份地方债发行规模为3043.22亿元，较上月增长34%。从今年来合计发行规模来看，截至5月末，地方债合计发行规模已达1.94万亿元，完成2019年新增限额3.08万亿元的62.99%。

多位固收行业分析师认为，若以9月底前完成年内全部新增地方债发行计划进行测算，未来6至9月份地方债的发行规模将维持相对高位。国盛证券固收首席分析师刘郁认为，在新增债券和借新还旧的双重压力下，预计6月份地方债发行将放量，单月发行规模可能创今年来新高。

### 5 月份地方债发行规模有所回升

据Wind数据统计，2019年5月地方债合计发行3043.2亿元，较4月增加776.5亿元，同比增长34%，但低于一季度月均值水平。其中，一般债共发行1463.8亿元，专项

债共发行 1579.5 亿元。5 月地方债发行额小幅上升主要是因为再融资一般债和新增专项债的推动。此外，地方政府置换债券至今仍未发行。

发行利率方面，自 4 月 9 日内蒙古专项债中标利率打破了“国债均值+40bp”定价模式以来，5 月份再次出现了多只地方债发行利率较基准利率上浮超过 40bp 的情况。国盛证券固收首席分析师刘郁介绍，在 5 月发行的 77 只地方债中，四川、河北、山东和广西等地发行 15 只地方债利率上浮超过 40bp。刘郁分析认为，发行利率局部上浮可能与当地政府债务率、综合财力以及当地银行的配置力度有关，也间接指向地方债发行定价市场化程度有所提高。

从投标倍数来看，5 月较 4 月明显降温，多数债券的投标倍数均在 20 倍以下。4 月份，有 24 只地方债投标倍数分布在 20 至 30 倍区间内，占比 44.4%。而 5 月仅有 1 只棚改专项债投标倍数为 20.1，其余地方债投标倍数均在 20 倍以下。

从项目分类来看，5 月发行的新增专项债仍以棚改专项债和土储专项债为主，两者合计占比达 74.26%，较 4 月小幅下降。

据国金证券统计，截至 5 月末，2019 年共发行 1.94 万亿地方债，较去年同期增长达 121.04%。其中，再融资一般债 3682.56 亿元，新增一般债 5997.78 亿元，再融资专项债 1097.79 亿元及新增专项债 8598.41 亿元。新增一般债占全年新增地方政府一般债务限额的 64.49%，新增专项债占全年新增专项债务限额的 40%。

### 地方债 6 月发行规模或创今年来新高

国金证券固收首席分析师周岳认为，通过对年内地方债发行量进行测算，总体来看，5 月份新增地方债发行维持低位，或在一定程度上增加了 6 至 9 月地方债的供给压力。但整体而言，今年地方债发行稳步推进，一定程度上减弱了去年下半年“扎堆”发行造成利率债供给冲击的可能性。

国盛证券刘郁表示，在新增债券和借新还旧的双重压力下，预计 6 月地方债发行放量，会达到 6000 亿元以上，单月发行规模可能创今年来新高。从历史数据看，地方债放量发行可能对利率债二级市场产生一定的挤出效应。

中信证券固收首席分析师明明认为，根据历史经验，通常在每年 4 至 9 月份是地方债大量发行的月份，但央行亦采取积极的货币政策加以应对，因此熨平了地方债发行给市场流动性带来的扰动。明明表示，目前公开市场操作逐渐成熟，央行对于流动性的把

控能力增强，地方政府债集中放量对市场及流动性影响有限，维持 10 年期国债到期收益率有望逐步下行至 3.2% 至 3.6% 区间下限附近的判断。

（摘自上海证券报，卢丹，2019 年 6 月 4 日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### “16 配投 01” 延期兑付

5 月 29 日，深圳市大富配天投资有限公司公告，自爆发债务问题以来，公司积极采取了争取政府救助、引进战略投资者、推动债务重组等多项措施。因目前正处于债务重组的关键时期，公司无法按期偿还“16 配投 01”的本金及利息。根据《深圳市大富配天投资有限公司“16 配投 01”2019 年第一次债券持有人会议决议》，全体“16 配投 01”债券持有人一致同意将应付本金及利息的兑付日由 2019 年 5 月 30 日延期至 2019 年 6 月 30 日前。

（摘自 Wind，2019 年 5 月 29 日）

[返回目录](#)

### “16 凯迪债” 未按时兑付回售款和利息

5 月 29 日，阳光凯迪新能源集团有限公司（以下简称“阳光凯迪”或“公司”）公告，“16 凯迪债”付息日为 2019 年 6 月 2 日，因遇法定节假日，付息日顺延至 6 月 3 日。因受到下属上市公司债务违约、评级下调等负面影响，近期公司筹资能力受到负面冲击，直接影响了偿债能力。截至 5 月 29 日，公司尚未足额支付本次债券 2018 年度利息至中国债券登记结算有限责任公司账户，涉及利息资金 1.22 亿元。5 月 31 日，阳光凯迪公告，由于目前资金周转困难，不能按时支付“16 凯迪债”相关回售款项 10.38 亿元（含利息）。6 月 3 日，公司未能按时兑付“16 凯迪债”回售款和利息，构成实质违约。

（摘自 Wind，2019 年 6 月 3 日）

[返回目录](#)

## “16 华业 02” 无法按期兑付本息

6 月 3 日，\*ST 华业发布公告称，“16 华业 02” 无法按期兑付本息。

资料显示，“16 华业 02” 债券期限为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权；发行规模为 4.3 亿元，截至 2019 年 5 月 31 日，债券余额为 0.7 亿元。

\*ST 华业表示，因公司目前资金周转困难，不能按期支付“16 华业 02” 的本息，公司会积极筹措资金，争取早日完成债券本金及利息的支付。

与此同时，\*ST 华业发布了《关于控股股东持有公司股份被司法轮候冻结的公告》，公司控股股东华业发展（深圳）有限公司（以下简称“华业发展”）持有的公司无限售流通股，被广东省深圳市中级人民法院轮候冻结，冻结股数共计 2.92 亿股。

截至 6 月 3 日，华业发展作为公司的控股股东，共持有\*ST 华业无限售流通股股份 3.02 亿股，占其总股本的 21.22%。目前，华业发展累计轮候冻结股份共计 11.66 亿股，超过其实际持有上市公司股份数。

\*ST 华业目前主体信用评级为 C。4 月 26 日，大华会计师事务所对公司 2018 年度财务报表出具了无法表示意见的审计报告。因此，\*ST 华业从 4 月 30 日开始实施退市风险警示。

非标准审计意见内容包括\*ST 华业子公司涉及未经审批的担保诉讼、\*ST 华业及子公司应收账款债权投资涉嫌被合同诈骗、\*ST 华业子公司重庆捷尔和海宸医药销售收入有关事项以及持续经营存在重大不确定性等事项。

同时，大华会计师事务所对\*ST 华业 2018 年度内部控制出具了否定意见的内控审计报告，在此次审计中，会计师事务所识别出\*ST 华业的财务报告内部控制存在内部环境失效，且内部监督存在薄弱环节等重大缺陷。

（摘自每日经济新闻，王小璟，2019 年 6 月 3 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 2019 年第一季度中国宏观经济报告

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱。主要国家中，美国经济增速有所回升；欧元区经济仍处于低增长区间；日本经济温和增长；新兴市场国家经济总体仍趋弱。全球经济复苏压力的加大，在对我国外贸产生一定程度不利影响的同时也对我国宏观政策的制定带来更大挑战。

本季度，我国积极的财政政策继续加力增效，通过实施更大规模的减税降费，进一步减轻企业负担，激发市场主体活力，同时助力防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治“三大攻坚战”，促进经济高质量发展。央行实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。本季度，在外部环境更加复杂严峻的情况下，我国经济展现出较强的韧性，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，本季度，我国农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，本季度，我国固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望未来，全球经济仍将维持缓慢复苏，且面临的挑战和不确定性有所增加。我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑。2019 年我国经济运行将保持在合理区间，考虑到制造业投资增速及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，维持全年经济增速在 6.3% 左右的预测。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20190529/151668371.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 5 月 29 日）

[返回目录](#)

## 第二期联合投资人圆桌会议顺利召开

2019年5月31日，联合在北京举办第二期“投资人圆桌交流会议”，邀请二十余名银行、基金、证券等机构投资者，围绕平台企业的不确定性、房地产行业发展趋势及2019年债券信用趋势这三个重点议题进行深入交流与专业探讨。

联合资信总裁万华伟先生首先回顾了2019年以来宏观、债市以及信用评级行业发展的情况。他指出，在中国宏观经济保持平稳增长、经济结构不断优化，债券市场进一步规范化发展的背景下，信用评级机构更应该发挥信用风险揭示的职责，为境内外广大投资者提供有关中国债券市场信用风险的分析判断，助力投资人做出正确投资决策。联合自成立以来，始终致力于以专业创造价值的理念和宗旨，通过多种渠道，以专业实力为投资者服务，为投资者提供最有价值的信用风险判断。联合也将与广大投资人一道抓住历史的机遇，一起为促进我国债券市场的健康发展、防范信用风险做出我们应有的贡献。

2019年，城投债到期规模较2018年大幅增长，城投债或将面临较大的偿付压力。贵州、内蒙古等地城投平台企业的信托计划、资管计划等非标产品连续违约，对城投债市场也造成了较大冲击。在此背景下，联合资信评级总监周旭从地方政府平台企业融资环境变迁、甄别框架、风险案例分析以及投资要点四个方面对2019年平台企业不确定中的确定性进行了分析。

房地产行业方面，2019年住房政策和实践上初步确定了“以稳为主，一城一策”的政策基调。联合评级工商二部副总经理王安娜从政策、销售、融资环境、债务偿还四个方面分析了房地产行业的运行现状，提出了房地产企业规模化、差异化、退出化的发展趋势，并对2019年房企的信用风险状况进行了展望。同时，向投资人介绍了联合房地产行业信用评级模型的更新情况。

接下来联合资信副总裁艾仁智博士发表了“2019年债券信用趋势分析”的主题演讲，指出2019年是债券到期大年，发债主体面临较大的偿债压力。随后，分别就民营企业、房地产企业、城投企业、产能过剩及周期性行业、对美市场依赖程度较高及加征关税主要集中在行业，以及江浙、北京、东北等地区发行人的风险状况进行了解析。

自由讨论阶段，投资人与联合各位专家就主体境内境外债券信用资质的比较，境内外债券违约比例，自身现金流创造能力以及地方政府偿债意愿和偿债能力两个方面在考

察平台企业信用资质方面的影响程度，以及从信用评级角度如何验证企业财务信息的准确性等问题进行了深入的探讨。细致、热烈的讨论，进一步加深了投资人对于联合的在风险揭示方面工作的认识，也有效帮助联合更加深入地了解投资人的直接需求。

投资人圆桌交流会议是联合投资人服务的重要渠道，旨在凝聚行业专家智慧，提供宽松、自由的讨论环境，就债券市场的专业议题进行深入的交流探讨。联合今后将继续强化相关服务能力，提供多样化的信用风险服务与产品，满足投资人多样化的需求。

（摘自搜狐网，联合资信投资人服务部供稿，2019年5月31日）

[返回目录](#)

## 葡萄牙发行欧元区首单主权熊猫债

2019年5月30日，葡萄牙共和国首次在中国银行间债券市场发行了人民币债券（以下简称“熊猫债”），这也是欧元区国家首次在华发行熊猫债。

本期债券的发行规模为20亿元人民币，发行期限为三年，为“债券通”品种，同时对在岸和离岸投资者发售。中国银行是本期债券的联席主承销商和牵头簿记管理人，汇丰银行为联席主承销商和联合簿记管理人，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）为本期债券提供了评级服务，给予的主体区域长期信用及人民币债券的信用等级均为AAA，评级展望为稳定。该主权熊猫债最终票面年利率为4.09%，接近投标区间（3.9%~4.5%）下限，认购额逾63亿元，约为发行额的3.2倍，显示出投资者的浓厚兴趣。

本期债券的成功发行是“一带一路”倡议持续推进及中葡关系不断改善的具体表现。2018年12月，习近平主席对葡萄牙进行了国事访问，双方签署了共建“一带一路”谅解备忘录，葡萄牙成为了第一个签署该协议的西欧国家。中葡当天发布的联合声明指出，葡萄牙欢迎并愿参与中国提出的共建“一带一路”倡议，双方将积极深化政治对话，促进欧亚连接，互联互通；双方愿加强同非洲和拉美等地区的第三方国家开展合作。

本期债券的募集说明书指出，发行的募集资金净额将汇至境外（在某些情况下将全部或部分兑换为欧元），作为中央政府的财政资源用于各种政府目的，将来可能包括用于支持“一带一路”的有关倡议。

近年来，联合资信已经先后为匈牙利、菲律宾和沙迦酋长国等多个发行主体以及国内外的广大投资者提供了信用评级服务，得到客户和市场的一致好评。

联合资信副总裁艾仁智博士表示，随着中国债券市场的进一步开放以及“一带一路”倡议的不断深化，预计未来将有越来越多的主权国家在华发行熊猫债。联合资信将继续秉承独立、客观、公正的理念，为全球发行人和投资者提供最为专业的主权信用评级服务。

（摘自和讯网，联合资信主权部供稿，2019年5月31日）

[返回目录](#)