

债市聚焦

第 44 期
总第 291 期
2018

政策指南

发改委鼓励民企融资：支持发债，协调违约债处置
丰富柜台业务债券品种 促进多层次债券市场建设
五部委发文鼓励保险公司外资等参与市场化债转股

市场动向

民企债券融资支持工具“箭离弦” CRM 迎来密集创设期
保险业设立首只纾困民企发债资管产品

风险事件

华阳经贸两只债券触发交叉违约提前到期，均实质违约
“17 金玛 05” 未按期兑付利息
“17 永泰能源 MTN001” 未按期足额支付利息，已构成实质违约
“11 凯迪债” 未按期兑付本息，已构成实质违约

联合观点

2018 年三季度联合-中国绿色债券信用指数解读
2018 年前三季度生猪养殖行业观察及信用风险展望
2018 年中国造纸行业研究报告



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

发改委鼓励民企融资：支持发债，协调违约债处置

11月15日消息，针对民营企业特别是小微企业融资难、融资贵的长期性难题，国家发改委新闻发言人孟玮表示，发改委将拓展民营企业融资渠道，支持优质民营企业发债融资，支持发行创业投资类企业债券，协调推进民营企业违约债券处置。

近年来，我国不断出台政策支持民营和小微企业融资，取得了一定效果。但在外部因素和周期性因素叠加影响下，部分民营企业经营风险上升，融资难问题加剧。据不完全统计，现在银行业贷款余额中，民营企业贷款占25%，而民营经济在国民经济中的份额超过60%。民营企业从银行得到的贷款和其在经济中的比重还不匹配。

孟玮表示，为解决当前民营企业发展中遇到的融资困难，国家发改委积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。

一是积极支持优质民营企业发债融资。孟玮表示，支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质民营企业，按照支持优质企业直接融资的相关政策申请发行企业债券。对于符合条件的优质民营企业，对债券资金用途实行正负面清单管理，鼓励将债券募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目。

二是加大小微企业增信集合债券对民营企业的支持力度。发改委鼓励各地以地方大中型企业为主体发行小微企业增信集合债券，募集资金由托管商业银行转贷给符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业，并将适当优化小微企业增信集合债券发行管理的相关规定，满足民营企业实际融资需求。

三是支持发行创业投资类企业债券。发改委支持符合条件的企业发行创业投资基金类债券，募集资金用于出资设立或增资创业投资基金，推动大众创业、万众创新。债券募集资金设立或增资的创业投资基金以股权形式最终投向未上市成长性创业企业。

四是协调推进民营企业违约债券处置，助力民营企业纾困。发改委对因现金流紧张发生债券违约，但符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业，督促省级发展改革部门组织各方力量，在严格防止违规举债、严格防范国有资产流失前提下，对民营企业进行必要的财务支持和救助，按照市场化、法治化原则化解处置违约债券风险，助推区域内产业龙头、就业大户、新兴行业等重点民营企业纾困。

五是配合金融管理部门，实施民营企业债券融资支持计划和股权融资支持计划。发改委按照民营企业债券融资支持计划的机制设计和市场化运作原则，在企业债券领域积极支持符合条件的民营企业融资，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供支持。

（摘自新浪财经，牛鹏飞，2018年11月15日）

[返回目录](#)

丰富柜台业务债券品种 促进多层次债券市场建设

为丰富全国银行间债券市场柜台业务品种，满足居民投资需求，促进多层次债券市场建设，近日，中国人民银行、财政部、银保监会联合发布《关于在全国银行间债券市场开展地方政府债券柜台业务的通知》（下文简称《通知》）。

《通知》明确，经发行人认可的已发行地方政府债券和发行对象包括柜台业务投资者的新发行地方政府债券可在银行间债券市场开展柜台业务，同时对定向承销方式发行的地方政府债券开展柜台业务的方式进行了规范。

《通知》发布后，地方政府债券成为继记账式国债、政策性银行债券和国家开发银行债券后又一类可开展银行间债券市场柜台业务的品种，为中小投资者提供了更多投资选择，有利于提高居民财产性收入。同时，《通知》也提高了柜台业务的吸引力，对于建设多层次债券市场具有积极作用。此外，鼓励地方政府债券优先面向当地投资者发售和交易，也有利于进一步强化投资人监督，健全市场约束机制。

（摘自新浪财经，2018年11月15日）

[返回目录](#)

五部委发文鼓励保险公司外资等参与市场化债转股

为有效动员各类社会资本参与市场化债转股，推动市场化债转股扩量提质，11月19日，发改委、央行、财政部、银保监会、证监会等五部委联合发布《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》（下文简称《通知》），鼓励保险公司、私募股权投资基金、外资等各类机构依法依规参与市场化法治化债转股。

《通知》明确，允许符合条件的保险集团（控股）公司、保险公司、保险资产管理机构设立专门实施机构从事市场化债转股，允许保险业实施机构设立私募股权投资基金

开展市场化债转股。允许私募股权投资基金管理人独立开展或与其他机构联合开展市场化债转股项目，资金募集和使用应符合相关监管要求。支持外资设立私募股权投资基金开展市场化债转股业务，允许外资依法依规投资入股金融资产投资公司、金融资产管理公司开展市场化债转股。

与此同时，《通知》还鼓励银行、信托公司、证券公司、基金管理公司等依法依规发行资产管理产品参与市场化债转股，资金投向和使用应符合相关监管要求，但公募资管产品除法律法规和金融管理部门另有规定外不得投资非上市企业股权，这也与现行的“资管新规”和“银行理财新规”等要求相一致。

目前，市场化债转股签约规模已超万亿，主要参与的金融机构来自于国有大行旗下的金融资产投资子公司和四大资产管理公司（AMC），尤其是前者属于新成立不久的新机构，专门负责运营市场化债转股项目。但目前只有工农中建四大行才有此类金融牌照，对于其他银行想要参与市场化债转股，则通常会找AMC合作。

不过，值得注意的是，《通知》为了让更多银行直接参与市场化债转股机构，除再次重申允许符合条件的商业银行单独或联合或与其他社会资本发起设立金融资产投资公司外，还明确鼓励暂未设立实施机构的商业银行利用现有机构开展市场化债转股。

“尽管《通知》鼓励暂未设立债转股实施机构的银行利用现有机构开展债转股，但并未提出具体可以如何开展，预计短期内，未设子公司的银行还是会以与AMC等外部机构合作的方式，但《通知》的提出或许预示着，会有更多银行系债转股实施机构的加快落地。”北京一金融资产投资公司人士表示。

此外，为确保市场化债转股项目的合法合规，《通知》还强调，各类机构发起或参与市场化债转股的，应按照相关规定向积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议办公室报送项目信息。联席会议办公室对市场化债转股项目信息进行管理，并会同相关部门开展监督检查。

（摘自证券时报，孙璐璐，2018年11月20日）

[返回目录](#)

市场动向

民企债券融资支持工具“箭离弦” CRM 迎来密集创设期

人民银行行长易纲此前表示，人民银行会同有关部门，从债券、信贷、股权三个融资主渠道，采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓宽融资途径。如今，第二支箭民营企业债券融资支持工具已经离弦。

10月以来，在纾解民营企业融资困境的大环境下，信用风险缓释工具（CRM）迎来密集创设期。数据显示，10月以来已有14单CRMW宣布创设或已披露创设材料。与此同时，沪深交易所首批4单信用保护合约也于11月火速落地。近日，包括北京、上海等地也在迅速推进区域内的首批“民营企业债券融资工具”落地。

一级市场回暖：中债增、银行积极创设

从近两日预配售情况来看，CRMW创设费率在0.5%到1.82%不等，保护的债券标的多为民企发行的短融和超短融，期限在180天、270天和365天，有效支持了民企发行债券，以补充短期流动性的需求。

购买CRMW，相当于投资者在购买标的债券的同时，也上了一份违约保险，在一定条款下可获得本息赔付。这将为民企债券提供有效增信，大大提高发行效率。

实际发行情况也印证了这一点。10月，获CRMW支持的浙江荣盛、红狮集团、宁波富邦等3家民企所发债券认购倍数均超过2倍，远高于今年以来民企发债1.24倍的平均认购倍数。

那么这笔额外支付的“保险费”该如何定价呢？“凭证费用实际是发行人和创设机构的信用利差，这个利差通过簿记建档这个市场化机制决定。”浙商银行相关人士表示。

可以看到，实际定价过程中，每单费率高低不一。近期预配售的5单CRMW创设费率在0.5%到1.82%不等。“定价时主要还是考虑了信用风险缓释凭证创设方和债券发行人的融资成本，以及市场对于此类资产的流动性溢价。”上述人士表示。不过他也指出，受制于国内并未有成熟完备的历史数据，在定价机制上存在进一步完善的空间。

政策引导之下，停滞两年之久的CRM市场今年迅速回暖。数据显示，年初至今，已创设或已披露创设材料的CRM共有17单，包括15单CRMW和2单信用联结票据（CLN），超出了自2010年以来的总和。

二级市场待激活：首笔已成交

由于市场规模小、参与民企数量和创设机构少，CRMW 流动性较低的问题受市场关注。CRM 市场始于 2010 年，据统计，至今累计仅有 27 单，目前正在创设中的以及仍在存续期内的仅 18 单。

日前，“民营企业债券融资支持工具”下的首单 CRMW 的二级市场交易完成。11 月 2 日，浙商银行与江苏银行在银行间本币交易系统达成“18 荣盛 SCP005”和其对应信用风险缓释凭证“18 中债增 CRMW002”的二级转让交易。这也是该类凭证近年来首笔二级市场交易。据悉，浙商银行拟在全国推广这类创新模式。

目前，各家银行均在积极参与这一市场。“随着核心交易商的扩容，以及此类‘标的债务+CRMW’的综合收益较高，各类机构包含银行和一些已经备案成为一般交易商的基金专户，参与 CRMW 交易的积极性较高，未来二级市场会越来越活跃。”上述浙商银行人士表示。

（摘自上海证券报，金嘉捷，2018 年 11 月 14 日）

[返回目录](#)

保险业设立首只纾困民企发债资管产品

在高层号召各方为民营企业发债融资提供支持后，保险业快速行动，首只纾困民企发债的保险资管产品已落地。这只产品由中国人寿资产管理有限公司设立，名为“国寿资产-麒麟系列产品”。

证券时报记者从国寿资产了解到，麒麟系列产品将采取“分期发行”方式，按照市场化投资管理原则，参与认购民营企业债务融资工具。同时，在监管允许的前提下，待时机合适，国寿资产有意愿投资或发行信用风险缓释工具（CRM）。

市场化投资管理

“麒麟产品”是一个投向民营企业债务融资工具的保险资管产品。国寿资产有关负责人介绍，该产品主要投向有前景、有市场、有技术但暂时出现流动性困难的民营企业发行的债务融资工具。

该产品重点关注的民营企业，所在行业要有前景，即国家政策鼓励和持续扶持的行业，重点关注行业景气周期上行，关系国计民生的行业相关企业。产品要有市场，重点关注有稳定市场需求、贴合市场发展趋势以及具有进口替代效应的民营企业。同时，重

点关注掌握核心重大基础技术和创新型技术的民营企业。麒麟产品将以民企发行的短期融资工具、中期票据、公司债、企业债等信用品种为主。

麒麟系列产品的发行将分期进行，募资规模将视市场情况最终确定。产品为净值化资管产品，不设固定存续期限，将根据产品的投资运作情况不定期开放，开放期内的每日开放申赎。

有意投资或发行 CRM

央行此前引导设立民企债券融资支持工具，也就是信用风险缓释工具，鼓励银行、保险机构等通过这种方式支持民企债务融资。

麒麟产品在投向民企债务工具时，是否会购买信用风险缓释凭证（CRMW）来进行风险管控？国寿资产是否考虑设计、出售信用风险缓释工具，来支持民企融资？

在回答证券时报记者上述提问时，国寿资产上述负责人表示，投资民企债券等品种时，将在政策允许范围内，视需要辅以信用风险管理工具运用。“在监管允许的前提下，待时机合适，公司有意愿投资或发行信用风险缓释工具。”

（摘自证券时报，刘敬远，2018年11月20日）

[返回目录](#)

风险事件

华阳经贸两只债券触发交叉违约提前到期，均实质违约

据民生银行11月15日公告，“18 华阳经贸 CP001”和“18 华阳经贸 CP002”触发交叉违约已提前到期，两只债应于持有人会议召开后的五个工作日内（11月13日）应付，截至11月13日日终，两只债不能按期足额偿付，已构成实质违约。

（摘自新浪财经，2018年11月15日）

[返回目录](#)

“17 金玛 05”未按期兑付利息

11月16日，大连金玛商城企业集团有限公司（以下简称“金玛集团”）发布公告称，“17 金玛 05”未能按期兑付利息。“17 金玛 05”发行规模为3亿元，债券期限为

5年,附第3年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率为7.3%。

本期债券付息日为2018年11月15日,本次应付利息金额为2190万元。目前金玛集团主体评级为CC,该期债券债项评级为CC。主承销商为光大证券股份有限公司。

关于违约原因,金玛集团表示,公司目前资金周转出现困难,截至2018年11月15日,公司未能按照约定筹措足额资金兑付利息。此外,公司表示,目前正在积极通过各种渠道筹措资金偿还债务。同时也积极与其他有关各方协商妥善的债务解决办法,努力达成债务延期、和解方案。公司内部将通过压缩开支、资产处置、寻求地方政府支持等各项措施全力筹措偿债资金,减轻公司资金压力。

(摘自每日经济新闻,2018年11月16日)

[返回目录](#)

“17永泰能源MTN001”未按期足额支付利息,已构成实质违约

据报道,11月16日,上清所发布关于未收到“17永泰能源MTN001”付息资金的通知称,2018年11月16日是永泰能源股份有限公司2017年度第一期中期票据的付息日。截至今日日终,上清所仍未收到永泰能源股份有限公司支付的付息资金,无法代理发行人进行本期债券的付息工作。“17永泰能源MTN001”构成实质性违约。

(摘自Wind,2018年11月16日)

[返回目录](#)

“11凯迪债”未按期兑付本息,已构成实质违约

11月20日,凯迪生态环境科技股份有限公司公告称,“11凯迪债”将于2018年11月21日到期,因公司资金紧张,截止公告日,未能按期支付债券本金及利息,构成违约。本期债券发行总额为11.8亿元,期限为7年,第5年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。公司在2016年10月10日-12日进行了回售登记,有效回售金额2000元。

(摘自新浪财经,2018年11月20日)

[返回目录](#)

联合观点

2018 年三季度联合-中国绿色债券信用指数解读

2018 年三季度，符合联合-中国绿色债券信用指数标准的新发绿债 52 期，本季度绿色债券存量合计共 1067 只绿色债券，涉及发行人 533 家。

2018 年三季度以来，债券市场信用事件频发，资金面趋紧，债券到期压力上升，在这一背景下，三季度绿色债券全行业综合信用指数小幅下行，延续了二季度的下降趋势，三季度综合指数下滑至 102.03。分要素来看，主体要素因发行人财务表现下滑而较上期下降了 0.50%，整体表现稳定；债项方面，因偿付压力上升，债项要素较上期表现大幅下滑 5.29%；市场表现较为稳定，发债利差有所缩小，二级市场交易行情稳定，市场表现整体较上期上涨 2.94%；最后宏观要素方面，尽管经济增速较上季度 6.8% 小幅下滑至 6.7%，但 PMI 保持稳中向好，无风险利率下行，社会融资水平趋向合理，宏观要素较二季度明显稳中向好，扭转了二季度的颓势，整体上行 3.18%。综合表现下，三季度综合指数为 102.03，比上季度下滑 0.10 个百分点。

分行业来看，除电力行业绿色债券信用指数表现基本稳定外，铁路运输、基础建设和银行业指数均表现一定程度下滑。具体来说，电力行业本季度受市场行情青睐，新发债利差缩小，较上季度小幅上行 0.21 个百分点，信用指数达到 98.47；铁路运输行业受债券到期压力上升影响，较上季度下滑 0.63 个百分点，达到 99.36；基础建设行业受到信用事件影响，新债发行利差上行，较上季度下滑 1.39 个百分点，达到 97.99；银行业未来将面临到期偿付压力，受此影响较上季度小幅下滑 0.29 个百分点，达到 103.71，但信用质量整体仍处在相对较高水平。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181119/150321407.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信主权部供稿，2018 年 11 月 19 日）

[返回目录](#)

2018 年前三季度生猪养殖行业观察及信用风险展望

2017 年以来，“猪周期”步入下行通道，生猪出栏价格大幅下跌，于 2018 年二季度到达历史低位，行业内企业出现普遍亏损，进入 2018 年三季度虽有所回暖，但仍处

低位；上游原材料价格仍然波动较大，生猪养殖企业上下游同时承压；加之环保标准日益严格，“非洲猪瘟”疫病影响，行业整体信用风险加大。

行业低谷期规模化养殖企业主业造血能力大幅下降，跨省禁运措施造成的区域价差加大，行业内企业信用资质出现明显分化，部分生猪养殖产业链上下游有延伸、现金类资产储备充足、养殖效率高、财务杠杆较低的企业较为稳健；部分非主业投资激进、现金类资产储备不足、财务杠杆高、主要养殖产能位于禁运区域、债务期限与投资回报期限不匹配的企业面临较大的信用风险。

从“猪周期”历史经验判断，2018年四季度生猪出栏价格可能出现温和涨势，至2019年二季度保持波动盘整的态势，2019年下半年有望迎来趋势性反弹，进入新一轮“猪周期”。值得关注的是，本次“猪周期”进程面临疫病风险这个不可控因素的影响，目前“非洲猪瘟”疫情传染源及传染链条尚不明确，整体呈蔓延趋势，禁运措施导致区域价格分化。未来，若疫病短时集中爆发，行业供需同时收缩，需求端收缩幅度更大，导致出栏价格下降，加快行业产能出清，下一轮“猪周期”或提前到来；若疫病长期得不到有效控制，将引发消费者恐慌情绪，猪肉需求短时间难以恢复，行业周期性低谷或将延长。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181120/150331859.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信工商一部供稿，2018年11月20日）

[返回目录](#)

2018年中国造纸行业研究报告

造纸行业是我国重要的基础原材料行业，涉及多个细分行业，属于资本密集型和资源依赖型产业，具有规模效益显著和污染程度高等特点。2017年，随着供给侧改革、环保政策的不断推进，我国造纸行业整体供需格局有所改善，行业集中度提升，加之受原材料上涨影响，纸品价格不断提升，行业盈利能力有所恢复。2018年，政策环境更加严格，“限废令”颁布，环保督查继续严格执行，原材料价格提升，纸品价格延续2017年的上涨趋势并创下新高。

随着供给侧改革及更严厉的环保政策的实施，预计未来造纸行业生产量和需求量仍将保持稳定，行业集中度将进一步提升；环保趋严不断推高企业生产成本，特别是“限废令”的颁布，未来废纸价格仍将维持高位，各类纸品价格将得到支撑。考虑到近年来

供需格局不断改善，且受各项环保政策影响，纸品价格提升，未来行业盈利具备增长空间，行业展望维持“稳定”。造纸企业信用水平也将出现进一步分化，其中，文化纸供需基本稳定，增长空间有限，行业集中度较高，龙头企业将呈现出较高的信用水平；白板纸需求持续萎缩，供需不平衡突出，销售价格承压，白板纸生产企业信用水平下行压力较大；受益于电子商务的高速发展，箱板纸和瓦楞原纸需求持续增长，在供不应求、环保趋严以及“限废令”政策实施的环境下，未来箱板纸和瓦楞原纸的行业集中度将进一步提升，拥有废纸采购渠道优势的大中型企业抗风险能力较强，整体信用水平较高；此外，随着国内生活用纸渗透率不断提高，品牌知名度较高的生活用纸生产企业的信用水平也将呈上升趋势。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181120/150332177.shtml>

（摘自联合评级官网，联合评级工商四部供稿，2018年11月20日）

[返回目录](#)