

# 债市聚焦

第 33 期  
总第 328 期  
2019

## 政策指南

[关于延长境外机构投资者债券交易结算周期的联合通知](#)

[外资行参与 A 类主承销业务市场评价启动](#)

## 市场动向

[银行最大规模单笔资本补充债券诞生 农行发行首期永续债破三项纪录](#)

[资产证券化与金融债券发行回暖 租赁业加码拓宽融资渠道](#)

## 风险事件

[“18 民生投资 SCP006” 未按期足额兑付本息](#)

## 联合观点

[“2019 下半年中国债券市场信用风险展望” 论坛顺利召开](#)

[联合资信万华伟：下半年中小微及民企债发行有望增加](#)

[联合资信艾仁智：截至 2018 年末公募债券整体回收率 15.46%](#)

[“从流动性分层到信用的结构性分化下的投资风险展望” 圆桌嘉宾观点](#)

[联合资信万华伟：债市信用分层加剧 需培育愿承担高风险的投资者](#)

[2019 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

### 关于延长境外机构投资者债券交易结算周期的联合通知

为进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，根据人民银行总体要求，现就延长境外机构投资者债券交易结算周期的相关事宜通知如下：

一、本通知所称境外机构投资者，是指符合中国人民银行公告〔2016〕第3号（进一步做好境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的公告）、《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》（银发〔2015〕220号）等文件要求的各类境外机构投资者。

二、本通知所称结算周期是指交易日至结算日的工作日天数。

三、延长债券交易结算周期的具体规则如下：

（一）境外机构投资者债券交易的结算周期可选择 T+0、T+1、T+2 或 T+3 日；

（二）延长结算周期适用的交易范围：债券交易结算双方中有一方为境外机构投资者即可选择 T+3 的结算周期；

（三）延长结算周期适用的结算业务类别：现券交易、质押式回购、买断式回购和债券借贷。

（摘自中央结算公司，2019年8月23日）

[返回目录](#)

### 外资行参与 A 类主承销业务市场评价启动

外资银行参与银行间债券市场 A 类主承销业务，又向前推进了实质性的一步。近日，中国银行间市场交易商协会（下称“协会”）发布公告，宣布启动外资银行参与 A 类主承销业务市场评价工作，并出炉了颇为详细的打分标准。这也意味着，已经获得 A 类主承销牌照的 41 家中资金融机构将迎来拥有同样业务资质的外资投行竞争。

从公告设置的条件看，参评对象需要为非金融企业债务融资工具承销业务资格满一年。据了解，目前符合该条件的外资银行只有 6 家，分别为汇丰银行、渣打银行、法国巴黎银行、摩根大通银行、花旗银行和德意志银行。

### 打分标准系“量身定制”

此次为外资行量身定制了评价标准。对比全国性银行的 A 类主承销商业务打分标准，此次针对外资银行的评价指标增设了公司治理一项，考察外资行公司治理结构和机制。同时，在指标的具体要素方面，参照了外资行 B 类主承销商标准，纳入了外资行所属母行集团的总资产、分支机构覆盖国家或地区数量。

在市场表现的打分指标方面，此次针对外资行的评价相对于中资行更为细致。以上一年度非金融企业债务融资工具承销金额一项为例，外资行分为 4 档，较中资行增设 50 亿元至 80 亿元、80 亿元以上两档，原先中资行的打分标准则将 50 亿元以上归为一档。

### 外资行仍需本地化

包括工农中建交五大行在内，目前 41 家中资金融机构已获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。A 类主承销商可以在全国范围内开展非金融企业债务融资工具的主承销业务。业内人士认为，相较于外资行，中资行在客户覆盖面、授信额度和包销制度等方面仍然具备较大优势。而且，外资行风险偏好较低，在客户筛选方面较为严格，也需要进一步了解本地市场。

彭博大中华区总裁李冰表示，允许外资机构获得银行间债市 A 类主承销资格，使得市场参与者更加多元化，有利于市场更健康地发展。在境外机构投资境内债券市场方面，外资机构在沟通和工作方式等方面具有一定优势，但外资机构也需要更进一步地了解本地市场。

“在过去五年中，中国债券市场逐步发展成为更加可投资的市场。”李冰谈到，随着允许外资机构获得 A 类主承销牌照，新发行债券信息透明度提升，一级市场将迎来长足发展。同时，随着延长外资机构交易时间、基础设施逐步完善、做市商能力提升、评级市场发展和衍生品工具得到丰富等举措陆续落地，未来境外机构进一步长期投资中国债市更值得期待。

（摘自上海证券报，2019 年 8 月 26 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 银行最大规模单笔资本补充债券诞生 农行发行首期永续债破三项纪录

农业银行 20 日在银行间债券市场成功发行首期 850 亿元无固定期限资本债券（以下简称“永续债”），发行利率 4.39%，认购倍数 2.5 倍。

据介绍，此次发行有三个显著特点。一是发行规模“最大”，为迄今为止银行最大规模单笔资本补充债券，也是迄今为止银行间市场最大单笔规模的债券发行。二是发行价格“最低”，4.39%的发行利率低于此前所有其他银行发行的一级资本工具价格。三是认购倍数“最高”，投资者认购踊跃，全场认购倍数 2.5 倍，在大型银行永续债发行中最高。

本次永续债发行，将提升农业银行一级资本充足率约 0.6 个百分点，进一步夯实资本基础，为该行“固本计划”收官做出重要贡献，对农业银行业务稳健发展，服务实体经济和“三农”、普惠金融等形成有力支撑。

（摘自中国证券报，欧阳剑环，2019 年 8 月 21 日）

[返回目录](#)

### 资产证券化与金融债券发行回暖 租赁业加码拓宽融资渠道

Wind 数据显示，截至 7 月 31 日，我国租赁资产证券化产品的发行数量突破 100 只，发行总金额突破 1300 亿元。相较于去年同期 69 只、759 亿元的发行规模，均有明显增长。其中，证监会主管的企业资产支持证券产品（以下简称“企业 ABS”）共发行 68 只，总金额为 807.59 亿元；银行间市场交易商协会主管的资产支持票据产品（以下简称“ABN”）共发行 44 只，总金额为 531.22 亿元。其中，远东国际租赁是目前市场上最大的融资租赁 ABS 项目发起人。Wind 数据显示，2019 年前 7 个月，远东国际租赁作为原始权益人，共发行了 5 只企业 ABS 和 1 只 ABN 产品，总规模达 167.71 亿元，约占 2019 年前 7 个月租赁 ABS 和 ABN 发行总规模的 12.5%，位居行业榜首。

值得注意的是，据零壹租赁统计，仅今年 7 月，就有 8 家租赁公司发行了 11 只资产支持证券产品，发行规模总计 136.29 亿元，同比大幅增长 269.75%。业内人士分析认为，受到去年“去杠杆”政策影响，租赁 ABS 发行萎缩明显。今年以来，租赁行业资产

规模增速也显著放缓，多家金融租赁公司资产规模甚至出现负增长，在市场压力加大的情况下，租赁企业 ABS 保持了稳中有进的发展态势，也为租赁公司保有了一条相对稳定的融资渠道。

除了融资租赁公司主导发行的企业 ABS 和 ABN 在稳步提速中，2019 年以来，金融租赁公司发行金融债券的脚步也未停歇。Wind 数据显示，截至 2019 年 7 月 31 日，金融租赁公司共发行了 23 笔金融债，发行规模总计 513 亿元。与去年同期金融租赁公司发行 16 笔金融债、发行规模 510 亿元相比，今年发行规模略有增长。其中，交银租赁于 7 月份发行的 50 亿元金融债，为今年以来单笔金融债规模最高。截至 7 月底，交银租赁共发行了两笔金融债，总发行规模为 100 亿元，位居累计发行规模首位，展现出较强的融资能力。招银租赁以 80 亿元的发行规模紧随其后。今年 3 月份，金融租赁公司发行金融债迎来小高峰，共发行了 7 只，规模合计 150 亿元。

业内人士表示，金融债券对于补充中长期资金、缓解金融租赁公司流动性风险有显著作用。金融债券具有期限长、成本较低的特点，其期限一般为 3 年至 5 年，利率略高于同期定期存款利率水平，发行金融债券能够较有效地解决金融机构的资金来源不足和期限不匹配的矛盾。

租赁 ABS 的回暖和金融债券走热，体现出租赁公司正发力拓宽融资渠道，以推动各项业务顺利开展。但在金融强监管和租赁监管收紧的背景之下，租赁资产证券化业务和资金投向的合规性也备受关注，有关监管部门对融资租赁 ABS 产品发行的规范也在持续加强中。去年 2 月份，上海、深圳两地交易所发布《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》，机构间私募产品报价与服务系统公布《融资租赁债权资产支持证券信息披露指南》，对基础资产的合格条件、转让条件、原始权益人资质、资产池集中度、发行期间信息披露以及存续期间信息披露等均作出了明确规定，进一步明确租赁 ABS 业务发展方向，收紧了监管套利空间。今年 6 月份，中国证券投资基金业协会发布了《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》，更对业务参与者及基础资产的尽职调查作了详细规范，进一步完善业务规则体系，规范和指导融资租赁 ABS 业务的尽职调查工作。

业内认为，中国证券投资基金业协会发布的细则，将规定的尽调标准明显提高，租赁公司在进行 ABS 项目操作时，复杂性也增强，在严格细致的监管体制下，融资租赁公司 ABS 发行的机制将更加完善，基础资产的质量将有所提高，标准化程度也将提升。

融资租赁公司自身则应加强风险管理能力及资产管理能力，同时加强与产品相关的信息披露，做到更加公开透明。

（摘自金融时报，2019年8月26日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### “18 民生投资 SCP006” 未按期足额兑付本息

8月26日，中国民生投资股份有限公司发布《中国民生投资股份有限公司2018年度第六期超短期融资券未按期足额兑付本息的公告》称，公司应于2019年8月26日兑付第六期超短期融资券“18 民生投资 SCP006”本金8亿元，及利息3846.58万元，公司已于2019年8月26日将部分资金支付到上海清算所应收固定收益产品付息兑付资金户，仍有部分资金未能于2019年8月26日下午5点前及时支付，公司正在全力筹措资金以完成兑付。“18 民生投资 SCP006”未能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。

（摘自 Wind，2019年8月26日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### “2019 下半年中国债券市场信用风险展望” 论坛顺利召开

2019年8月22日下午，由联合资信评估有限公司与联合信用评级有限公司共同举办的“2019 下半年中国债券市场信用风险展望”论坛在北京柏悦酒店顺利召开。来自银行、证券公司、基金公司、保险资管公司等机构的近300位嘉宾出席了论坛。

联合资信总裁万华伟先生致开幕辞并发表“2019年上半年债券市场回顾与展望”的主题演讲。万华伟先生认为，2019年上半年，监管部门一方面加大债券融资支持力度，重点满足民营和中小微企业融资需求，继续完善债市体制机制建设，推动债券市场规范

化发展；另一方面也继续加强债券市场风险管控，采用多元化手段处置债券违约，加快地方政府债券发行进度，严格防范地方政府债务风险。债券市场运行方面，他指出，2019年上半年，债券市场总体发行规模同比有所增加，非金融企业信用等级向中高等级集中，企业性质呈现向国有企业集中的趋势，债券发行利率有所下行，信用等级对利差区分度较高，债券违约事件持续发生，同比大幅增加。展望2019年下半年，万华伟先生表示，国际贸易摩擦或将持续升温，发达经济体和新兴经济体的经济增速可能放缓，我国经济面临的下行压力加大；但随着减税降费措施的实施和货币政策的逆周期调节，我国经济将继续保持稳中向好态势。货币政策仍将维持流动性适度充裕的目标，利率水平将保持相对稳定，中小微及民营企业债券发行规模有望增加，债券市场相关制度将持续完善，对外开放进程有望继续加快，违约处置机制将进一步完善。

联合资信副总裁艾仁智博士发表“信用结构分化下的债市违约风险趋势分析”的主题演讲。艾仁智博士指出2019年上半年不论是新增违约主体数目还是违约金额相比去年同期均大幅上升，新增违约主体以民企为主，且上市公司占比较高。从回收情况来看，民营企业违约回收率水平显著低于国有企业回收水平。艾仁智博士表示，违约民企受非财务因素影响程度较大，而违约国企主要就是财务状况恶化。在分析违约趋势时，艾仁智博士表示2019年下半年信用债到期规模依然较大，目前债券市场出现信用结构化分层，民营企业与国有企业盈利能力显著分化，相比国企民企的融资成本偏高，民企纾困政策目前疏导无力，未来低评级民营企业将是信用风险的主要爆发点。

联合资信城投行业评级总监周馥先生发表了“城投行业信用风险展望”的主题演讲。周馥先生指出，短期看，2019年上半年城投债市场有所回暖，此外，政府推进隐性债务化解有助于缓解城投企业债务滚动压力，降低债务成本；长期看，城投企业分化态势持续加剧。周馥先生建议投资者“抓大放小”，重点关注功能地位边缘化城投企业面临的风险，关注债务集中到期、资本市场及非标融资占比高带来的流动性风险，关注城投企业对外担保、业务转型等风险。

联合评级地产行业评级总监李晶女士发表了“房地产行业信用风险展望”的主题演讲。李晶女士认为2019年下半年及2020年房地产公开到期债务规模较大，考虑历史回售率，按30%的回售水平考虑，今年下半年到期规模也在2千亿以上，再考虑海外债规模，房企面临较大的偿债压力；需重点关注那些国内债务压力不大、但海外债务体量极大的房企风险；此外，区域性中小型房企容易受到行业冲击，易出现区域下沉风险。

联合资信结构融资部评级总监罗伟成先生发表了“2019年上半年资产证券化市场回顾和展望”的主题演讲。罗伟成先生认为，融资租赁行业处于下行周期，需要警惕融资租赁资产证券化产品的基础资产违约率上升风险和资产服务机构持续经营风险；应收账款证券化产品存在应收账款还款时点难以估计、工程类应收账款资产权利关系确认难度大等风险点。展望未来，罗伟成先生认为，收费收益权资产证券化产品整体规模将收缩，但其基础资产质量将会提高；基础资产分散的资产证券化产品风险较小，仍将是良好的投资标的。

联合评级国际有限公司首席执行官何昊洺博士发表了主题为“从国际评级看境内债券市场开放”的公开演讲。何昊洺博士详细比较了境内外评级机构在房地产企业的评级方法中的差异，并以广州富力地产为案例，总结了国际市场投资者的主要关注点：（1）政策变动的不确定性导致行业流动性风险；（2）关键人物风险引发流动性问题（如：新城发展）；（3）国际投资者希望在政府政策的演绎方面有明确的指向；（4）国际投资者注重公司信息的可追溯期（至少2年）和透明度；（5）政府和境内公司鲜少提供英文网站和披露英文评级报告。

联合评级工商评级副总监高鹏先生发表了“汽车行业信用风险展望”的主题演讲。高鹏先生认为，需求方面，从短期来看，预计2019年下半年我国乘用车销量将持续下降，但降幅可能收窄。从长期来看，我国千人汽车保有量173辆，仍有较大的增长空间。行业竞争方面，汽车行业竞争日趋激烈、企业信用水平出现分化。

接下来，论坛进入圆桌讨论阶段。圆桌讨论由联合资信副总裁艾仁智博士主持，来自华泰证券股份有限公司、兴业证券股份有限公司、银华基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司和天风证券股份有限公司的专家围绕“从流动性分层到信用的结构性分化下的投资风险展望”话题进行了热烈的讨论。

本次论坛促进了与会嘉宾之间的深入交流，加深了市场参与者对于债市信用风险的理解，获得了参会者的良好评价和广泛认可。论坛在热烈的掌声中圆满闭幕。

（摘自联合评级、联合资信微信公众号，2019年8月23日）

[返回目录](#)

## 联合资信万华伟：下半年中小微及民企债发行有望增加

联合资信主办的 2019 年下半年债券市场信用风险展望论坛 22 日在北京举行，联合资信总裁万华伟出席论坛时表示，下半年利率水平将保持相对稳定，中小微及民营企业债券发行规模有望增加。债券市场相关制度将持续完善，对外开放程度有望继续加快，违约处置机制将进一步完善。

万华伟介绍称，2019 年上半年，债券市场共发行各类债券 21.26 万亿元，同比增长 2.25%，其中商业银行次级债券、证券公司短期融资券、可转债发行规模同比增幅较大，发行额分别增长 394.83%、152.55%、366.31%。“这主要受商业银行补充资本金、证券公司传导流动性等因素影响。”

非金融企业债券方面，主要信用债发行量同比均大幅增加，其中企业债、公司债（含私募债）涨幅最高，私募债发行规模同比增长超过 146%。万华伟提到，企业债发行量同比大幅增加一方面是由于利率水平同比有所回落，另一方面与加大基建领域补短板力度有关。

在债券发行利率方面，万华伟介绍称，在上半年市场资金面整体较为稳定的情况下，债券发行利率同比和环比均有所下行。

“由于资产支持证券的市场认可度提高，加之债券市场流动性整体宽松，我国资产支持证券的发行保持了较高的增速。”万华伟表示，上半年共发行资产支持证券产品 608 单，总发行规模高达 9506.28 亿元，同比增长 37.51%。大类资产中，汽车贷款类 ABS、消费金融 ABS、供应链 ABS 和收费收益类 ABN 增长较快。

万华伟表示，上半年绿色债券市场规模显著增长，截至 2019 年 6 月末，上半年绿色债券和绿色资产支持证券发行规模分别达到 1126.94 亿元、183.91 亿元，绿色债券发行主体主要分布在商业银行、电力、建筑与工程等行业。

“受到上半年境内融资成本等因素影响，熊猫债券发行有所回落，房地产行业金融监管继续保持收紧态势，熊猫债传统发行主力中资地产企业，以及部分资质较低的海外发行人，融资受限现象依旧明显。”万华伟提到，上半年熊猫债发行总额共 275.4 亿元，同比下滑 46.52%。

对于下半年债券市场展望，万华伟表示，在全球主要经济体货币政策趋于宽松、国内经济仍然存在下行压力的背景下，国内流动性将保持合理充裕，利率水平保持相对稳定，中小微及民营企业债券发行规模有望增加。

“养老、绿色、扶贫等多领域债券产品的创新以及监管层支持银行、券商等金融机构通过债券市场融资也有利于债券发行量的增加。”万华伟提到，地方债发行量也有望增加。

在债券市场制度建设方面，万华伟表示，下半年，评级行业发展将更加规范，防范利益冲突等制度有望推出，进一步规范评级行业的发展，同时债券市场互联互通将进一步加强，债市对外开放程度将继续提高。

（摘自上海证券报，2019年8月22日）

[返回目录](#)

## 联合资信艾仁智：截至 2018 年末公募债券整体回收率 15.46%

2019年上半年，我国债券市场新增违约发行人24家，涉及违约债券57期，违约规模合计约290.83亿元，均较2018年同期大幅上升，但较2018年下半年显著下降。

“截至2018年末，公募债券市场整体回收率约为15.46%，较2017年末的回收率（28.11%）有所下降。其中，违约发行人中有33家民营企业回收率仅8.79%。”2019年8月22日，联合资信评估有限公司副总裁艾仁智在下半年债市信用展望论坛上表示。

2018年以来，债市信用风险频发，债券的违约回收率也逐渐受债券投资者的关注。回收率指违约事件中债权人通过止赎权或破产程序等收回的金额除以债券面值与应付利息之和。

艾仁智披露，截至2018年末，我国公募债券市场的违约债券共21期实现全部回收，回收规模合计135.34亿元；进行部分回收的债券有9期，已回收50.31亿元，占相应违约规模（94.86亿元）的53.04%；尚未回收的债券共计103期，违约规模为970.82亿元；此外，另有3家违约发行人涉及的8期违约债券已完成或部分完成违约处置，涉及违约规模58.61亿元，但由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模。

截至2018年末，公募债券市场整体回收率约为15.46%，较2017年末的回收率（28.11%）有所下降，很大程度上是由于我国回收处置时间整体上较长，2018年违约数量较大，违约后处置时间仍然较短，因此回收较少。此外，从已经处置完成的31期违

约债券的回收情况来看，剔除无法得知回收数据的样本，回收率约为 98.34%，较上年（99.24%）变化不大。

其中，民营企业违约回收率水平显著低于国有企业回收水平。

艾仁智表示，截至 2018 年末，我国公募债券市场违约债券发行人中有 11 家国有企业，涉及债券（25 期）违约规模合计 213.66 亿元，回收规模为 62.25 亿元，剔除无法得知回收数据的样本，国有企业回收率为 39.71%，较上年末回收率水平（59.49%）大幅下降；违约发行人中有 33 家民营企业，涉及债券（92 期）违约规模为 817.86 亿元，回收规模为 71.75 亿元，剔除无法得知回收数据的样本，回收率仅 8.79%，较上年末回收率水平（19.59%）下降 10.80 个百分点。

另外一个显著特点是，违约发行主体中上市公司违约回收率大幅下降。艾仁智披露，截至 2018 年末，我国公募债券市场债券违约涉及的发行人共计 54 家，包括 17 家上市公司和 37 家非上市公司。目前上市公司所发违约债券（36 期）共涉及违约规模 246.53 亿元，回收规模为 18.50 亿元，剔除无法得知回收数据的样本，回收率仅 7.51%，较 2017 年末回收率（100%）大幅下降；非上市公司所发违约债券（105 期）共涉及违约规模 1013.10 亿元，回收规模为 167.14 亿元，剔除无法得知回收数据的样本，回收率为 17.51%，较 2017 年末回收率（18.81%）小幅下降。

艾仁智称，违约处置方式以自筹资金、债务重组和破产诉讼为主，其中破产诉讼的回收水平较低。采用债务重组和破产重整方式的回收期限较长，自筹资金和第三方代偿等方式的回收期限相对较短。

（摘自经济观察报，2019年8月22日）

[返回目录](#)

## “从流动性分层到信用的结构性分化下的投资风险展望” 圆桌嘉宾观点

2019 年 8 月 22 日下午，联合资信与联合评级共同举办“2019 下半年中国债券市场信用风险展望”论坛，圆桌讨论环节由联合资信副总裁艾仁智博士主持，来自华泰证券股份有限公司、兴业证券股份有限公司、银华基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司和天风证券股份有限公司的专家围绕“从流动性分层到信用的结构性分化下的投资风险展望”话题进行了热烈的讨论。

华泰证券股份有限公司固定收益首席分析师张继强先生认为在严格控制地方政府债务风险和房地产行业风险的大环境下，我国宏观经济在短期内处于下行阶段，必然会出现优胜劣汰，产生较多的信用风险事件；包商银行事件的爆发打破了金融同业“刚兑”信仰，流动性出现了局部的分层现象，分层体现在中小银行和大银行之间，也体现在民企和国企之间。随着时间的推移，一些中小银行将会被市场淘汰。张继强先生指出，在识别中小银行的信用风险时，除了考虑规模因素之外，还需要考虑股东属性、同业业务比重、同业扩张速度、异地扩张速度、资本充足率、地域资源禀赋等因素。谈到民企债券的投资价值时，张继强先生认为没有差的资产，只有差的价格。目前国内投资者结构单一，都是极度风险厌恶型投资者，不能对高风险债券进行合理定价。如果债券市场投资者结构更为立体、多元，允许风险偏好型投资者进入债券市场，那么，债券市场可以更合理地为民企债券定价，很多民企债券就会呈现出投资价值。展望未来，张继强先生认为，我国债券市场的趋势可能尚未结束，但未来空间有限，投资者需要降低回报预期。

兴业证券股份有限公司经济与金融研究院固定收益研究中心首席分析师黄伟平先生认为流动性分层与信用分层是高度关联的。信用创造有两层意思：第一层是金融机构与金融机构之间的信用创造，第二层是金融机构与实体之间的信用创造。在第一个层面，金融机构的信用分层导致了资金溢价的上升，呈现出流动性风险，对高信用等级债券冲击很大；在第二个层面，金融机构的信用分层传到实体层面，使低信用等级民企的融资量大幅收缩，融资利率出现明显的上升。黄伟平先生观察到历史上曾出现过两轮从流动性分层到信用分层的现象：在2013年和2017年，都曾出现流动性收紧，先冲击的是高信用等级债券；到2014年和2018年，从金融机构的信用分层演化到实体的信用分层，导致信用利差的分化和爆雷。黄伟平先生认为，下一阶段是结构的紧信用和结构的宽信用，对于房地产行业将是明显很强的紧信用，对于其他行业将是相对的宽信用。谈到刚出台LPR的机制时，黄伟平先生认为刚公布出来的LPR利率比原来利率下降了6个BP，有类似于降息的目的，但其与传统的降息有本质的区别。LPR最终的本质是金融反哺实体，LPR资产端利率在下降，压缩了资产端的风险溢价，但是负债成本不动，就是压缩金融反哺实体。对于城投债风险，黄伟平先生认为城投债的估值风险占大头，违约风险占小头。估值风险来自政策的变化，因此，分析城投债风险应首先分析大的宏观政策环境，再分析具体的违约风险。关于民企债券的投资价值，黄伟平先生认为由于缺乏违约破产清算制度、投资人保护制度和企业追偿制度，民企债券的回收率不高，或者追偿的

过程很长，因此，民企债券的性价比低。如果民企债券跌到一定的位置，还是有投资价值的。展望未来，黄伟平先生认为应先负债后资产，负债管理的能力对于提升资产定价的能力很重要，两者不可或缺。

银华基金管理有限公司固定收益部副总监刘小平女士主要就“地产债的投资价值”发表了自己的看法。刘小平女士认为，要回答现阶段地产债是否具有配置价值，需要先厘清两个问题，第一是地产债未来的违约风险怎样变化，第二是地产债未来的估值风险如何演绎。关于地产行业违约风险，她认为下半年地产行业信用基本面边际弱化，但内部分化更加严重。关于地产债的估值风险，她认为杠杆低的头部企业利差波幅相对较小，抗跌能力更强，而杠杆高的规模大的房地产企业，或者规模小即使杠杆不高的房地产企业利差弹性都很大。总体来看，刘小平女士认为下半年地产债存在一定的投资机会，但要分类去选择：第一，对于排名前 20、同时杠杆低、综合融资成本不高的头部地产企业，其债券配资价值较高；第二，20 名~60 名之间的地产企业，其债券的票息收益率更高，精选部分违约风险较低的个券，短久期的债券由于有票息保护，即使收益率小幅上行，也是有价值的，而长久期债券未来还是会受估值收益率上行的影响，需要继续等待；第三，对于其他的地产企业债券，应以规避为主。

嘉实基金管理有限公司投资经理段晓菲博士认为高收益债是一个非常好的投资机会，以 10% 的收益率为限，今年高收益债市场大概有几千亿甚至可能有近万亿，市场容量很大。段晓菲博士指出国外的很多基金已经在国内开始去做“秃鹫基金”，会选择一些在违约边缘的债券博取更多的收益。从境内投资者的角度来看，段晓菲博士提到 2018 年以来违约增多，但有些违约企业还是坚持完成了兑付，这当中蕴藏了很多的投资机会。段晓菲博士指出在国内，有些投资者把违约提到了一个政治高度来考量，因此会不惜成本把风险债券在市场上进行抛售；而在境外，投资者对于违约、展期、债务重组司空见惯。段晓菲博士表示信用分层将带来高收益债市场的发展机遇，国内高收益债市场将趋于理性，未来会有更多样化的资金进入。关于民企债券的投资价值，段晓菲博士以廊坊和西北地区的两家民企为例，指出优质民企是存在的，但需要进行深入的研究，民营企业是真正考验信评人员能力的一个试金石。段晓菲博士认为下半年甚至明年都是信用债投资的最好机会。

（摘自联合评级、联合资信微信公众号，2019 年 8 月 27 日）

[返回目录](#)

## 联合资信万华伟：债市信用分层加剧 需培育愿承担高风险的投资者

2019年以来，伴随着债市信用风险的释放，债券市场信用分层的现象也在加剧。

联合资信数据统计，2019年上半年，我国债券市场新增违约发行人24家，涉及违约债券57期，违约规模合计约290.83亿元，均较2018年同期大幅上升，但较2018年下半年显著下降。经济观察网记者就债市“信用分化”的相关热点问题，专访了联合资信总裁万华伟。

经济观察网：今年的债市资金松紧度并不像2018年底货币市场“钱荒”的场景，但是不少从业者反映，在当下的市场行情中，外部评级低、短期负债压力大、现金流较为困难等相对差资质发行主体的债销售非常难。反之，AAA级别等城投债、国企债非常受市场追捧。今年6月份，不少债券交易员反映，债券交易出现“资金慌”现象。券商资管等持有低评级的债券非常难在市场上进行质押融资，银行等机构中的债券交易者对于低评级债券的信心缺乏。您觉得出现这些现象的背后反映出哪些问题？

万华伟：上述反映了我国债券市场“信用分层”加剧的问题。第一，尽管2019上半年央行灵活运用多种货币政策工具维持流动性合理充裕，企业融资环境整体有所改善，但民企（尤其是较低等级的民企）融资环境改善并不明显。第二，受2018年以来我国债券市场违约常态化发展及2019年个别城商行风险事件等影响，市场对于低级别企业、民营企业，风险规避意识高涨。我国需要培育愿意承担高风险的投资者。第三，这也在一定程度上反映了市场对于未来我国经济走势的偏负面预期。

经济观察网：2019年，部分民企信用风险暴露，截至7月末，违约率达到了较高水平。总体来说，违约主体绝大多数是民营企业，在全部违约主体中的占比高达91.41%，2019年新增的23家违约主体中22家为民企。您觉得这些现象背后的原因有哪些？

万华伟：2019年，我国信用债市场违约仍然频发，绝大多数新增违约主体是民营企业。民企违约率较高的原因主要是：

1) 宏观经济放缓加剧民营企业经营压力。2019年上半年，我国经济运行总体延续放缓态势，中美贸易摩擦持续升级，叠加2018年世界经济周期回落，外需疲软。在此背景下，2019年上半年工业企业中民营企业的营业利润率下降至4.79%，民营企业亏损数量同比增速（5.68%）显著高于国有企业（2.68%）并维持高位，体现出我国民营企业经营困境加剧。

2) 民营企业融资环境困难。第一，长期以来，银行业对民营企业的贷款支持远低于国有企业。第二，在债券市场，投资人偏好于国有企业和少数民企龙头，民营企业整体的信用利差远高于国有企业。第三，金融去杠杆导致依赖表外和影子银行融资的民营企业融资难度增大，民营企业在融资成本和融资渠道上都处于弱势地位。第四，尽管针对民营企业的经营困境，中央和地方政府出台了各项民企纾困政策，地方政府和金融机构也积极成立纾困基金。但纾困资金一般投向于经营状况较好、只是暂时遇到困难的少量优质上市公司及其股东，纾困资金支持对象的范围有限，且资金到位缓慢，企业难以及时得到纾困资金。

3) 部分民营企业前期粗放扩张，偿债压力较大。近几年，民营企业呈现杠杆水平持续上升的趋势。2019年6月末，民营企业资产负债率由2017年末的51.60%上升至58.3%。部分民营企业前期激进扩张，粗放发展，高度依赖债务融资，存在严重的“短债长投”现象，资金链较为脆弱。

4) 部分民营企业内控问题突出。不少民营企业在公司治理上不规范，内控体系本身存在较多问题，实际控制人风险成为企业违约的导火索。

5) 民企互保、联保风险较大。部分民营企业通过互保、联保的方式融资，逐步形成互保圈并层层扩大。在区域性互保圈内，各民企往往处于同一产业链的上下游。当行业景气度下行时，互保圈内企业整体经营现状下滑，一家企业出现问题，其他企业需要承担代偿风险，严重时甚至牵连自身偿债能力。

经济观察网：7月份，随着国际三大评级机构之一的标普评级中国首单业务落地，同时也发布了在中国债券市场发布的首份信用评级报告。您觉得随着外资评级机构入华脚步加快，并且业务逐渐开展，对于国内的评级机构有哪些机遇和挑战？联合评级在国际化的领域做了哪些战略布局？

万华伟：在债市和评级行业国际化、市场化发展的背景下，市场对于评级机构提出了越来越高的要求，中资评级机构面临的机遇和挑战并存。对比国内外评级机构，中资评级机构对中国主权的认识更为客观，对国内市场行业及企业信用的认识和把握更加深刻，对国内监管环境更加熟悉，历史客户积累方面具有较大的优势。但国际三大评级机构发展历史较长，在品牌声誉、评级技术及违约率数据积累等方面具有一定优势。信用评级的本质是揭示风险，未来我国评级市场竞争格局很大程度上将由发行人选择转为由投资人选择评级机构，评级机构的声誉、技术、质量等将是投资人关注的重点，可能会

出现优胜劣汰和兼并重组。国际化方面，联合信用管理有限公司在香港设立了联合评级国际有限公司，并于2018年9月13日全面投入服务。未来，公司将把握时机，继续积极拓展国际业务，加快全球评级体系建设，通过在其他国家或地区设立机构、推动与其他国家评级机构合作、对其他评级机构的收购兼并等方式进行国际化布局。

（摘自经济观察网，2019年8月26日）

[返回目录](#)

## 2019年第二季度中国宏观经济报告

2019年二季度，国际贸易保护主义和投资壁垒争端有所加剧，全球产业格局和金融稳定性受到一定冲击，经济增长动能继续减弱。主要国家中，美国经济呈现放缓趋势，欧元区经济继续低迷，日本经济温和复苏，新兴市场国家经济增长继续放缓。在此背景下，我国经济发展的外部环境更趋复杂严峻，经济稳增长和高质量发展面临不小的挑战。

本季度，我国积极的财政政策继续加力增效，财政稳增长作用凸显。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。本季度，在外部环境更加复杂严峻的情况下，我国经济仍展现出较强的韧性，国内生产总值（GDP）23.8万亿元，同比实际增长6.2%，增速较上季度及上年同期均有所回落，但仍保持在6.0%~6.5%的合理增长区间，延续了近年来平稳增长的态势；价格水平总体稳定；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。从三大产业来看，本季度，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，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有所放缓，居民消费和进出口增速环比均略有回升、同比继续回落。

展望未来，全球经济下行风险渐增，我国经济增长面临的挑战和不确定性仍然较大。下半年我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。2019年下半年我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20190827/152544000.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8月27日）

[返回目录](#)