

# 债市聚焦

第 28 期

总第 323 期

2019

## 政策指南

打造债市开放“升级版” 境外投资者开户有望试行备案制

财政部将进一步深化地方债券管理

央行：进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

## 市场动向

上半年累计发行新增债券超 2 万亿元 稳投资支出超 60%

## 风险事件

南京建工产业集团新增两支债券违约

“18 民生投资 SCP007” 未按期兑付本息

宏图高科债券再度违约 “三胞系” 危机待解

## 联合观点

2019 年第二季度短期融资券利差分析报告

2019 年上半年资产支持证券利差分析报告



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

### 打造债市开放“升级版” 境外投资者开户有望试行备案制

近年来，对外开放成为我国债券市场发展的一大亮点。截至 2019 年 6 月末，境外机构在中央国债登记结算有限责任公司（下称中央结算公司）托管债券约 1.7 万亿元，同比增长 22%，其中 90% 为直接开户持有。随着我国债市的国际影响力日益显现，打造债市开放的“升级版”箭在弦上。

记者从上海举行的 2019 债券年会上获悉，在推动债市稳健开放上，需引入更多境外主体参与境内市场，进一步提高直接入市的便利化水平，发挥在岸价格主导权。中央结算公司总经理陈刚明建议，对境外投资者简化资金账户的开立材料和流程，试行备案制；要大力发展高收益债券，让债券市场惠及更多中小企业，以产品创新带动债券发行主体扩大。

#### 优化境外投资者入市渠道

债券市场是最大的直接融资市场，是金融推动供给侧结构性改革的主场之一。“中国债市的规模上去了，体制机制还得跟上。要进一步优化债券市场结构，促进债券市场的高质量发展。”陈刚明称，要大力发展高收益债券，让债券市场惠及更多中小企业，以产品创新带动债券发行主体扩大。陈刚明援引国际清算银行的统计称，截至 2018 年末，中国债券市场存量规模升至全球第二，这一数字的取得，得益于近年来中国债市高速发展。在练好内功的同时，开放债市显得十分迫切。

虽然外资入市的热情空前高涨，但与庞大的总规模相比，境外投资者持有中国债券占比较小，市场开放的深度和广度尚有极大的提升空间。为加码债市开放，陈刚明表示，需引入更多境外主体参与境内市场，发挥在岸价格主导权。建议对境外投资者简化资金账户的开立材料和流程，试行备案制。他强调，要探索自贸区债券发行，为境外主体开展债券发行提供更多便利，还要扩大“一带一路”债券发行规模，为跨区域资金融通提供支持平台。

陈刚明建议，在控制杠杆的前提下，放开对境外投资者参与回购交易的限制，然后有限度地放开债券借贷。在主要用于套期保值的前提下，适度放宽境外投资者风险对冲

工具的使用。另外，还需丰富境外投资者入市渠道。探索中央托管机构的跨境互联，发挥境内托管机构、境外托管机构和境内银行机构的合力，并促进担保品跨境互认。

### 推动债市服务功能提升

从规模上看，我国公司信用类债券位居全球第二，但是从发行结构看，中低信用评级债券发行占比少，面临事件冲击时发行较为困难。陈刚明表示，要推动多层次债券市场建设，鼓励诚实守信的民营企业发债融资。完善中小企业融资担保体系，政策性和商业性安排合作共担。

同时，绿色债券、混合融资工具和资产证券化的发展也将有望进一步扩大。“在去杠杆和非标回表等一系列监管要求下，金融机构普遍资本消耗较大，补充资本的需求迫切。”他建议，大力支持符合条件的金融机构发行混合工具，抓住有利时间窗口，积极补充一级和二级资本。

在债券品种创新方面，专项债券又有新突破。陈刚明称，要鼓励非金融企业发行含权性质的永续债、可转债、去杠杆专项债等品种。此外，鼓励发展合规资产证券化和信贷资产流转。陈刚明表示，目前中债担保品中心管理着将近 13 万亿元的担保品，是全球最大的债券担保品管理平台，建议全面落实逐日盯市机制，把好质押安全阀，尽快推出中央债券借贷机制，降低结算失败风险。

在风险管理工具的创新方面，适时放宽商业银行和保险机构等参与国债期货交易，有效满足市场对冲风险的需求。

（摘自上海证券报，张骄，2019 年 7 月 19 日）

[返回目录](#)

## 财政部将进一步深化地方债券管理

“政府债券管理是财政政策和货币政策的结合点，是金融市场的核心基础，对于促进高质量发展，防范化解财政金融风险，具有重要作用。”财政部国库司副巡视员张兰宣在中央国债登记结算有限责任公司主办的 2019 债券年会上表示。

张兰宣介绍，面对新形势、新挑战，财政部按照党的十九大提出的创新和完善宏观调控，加快建立现代财政制度，促进多层次资本市场健康发展，守住不发生系统性金融风险底线的要求，认真做好政府债券发行工作，积极推进政府债券管理市场化改革，着力加强政府债券市场建设，充分发挥政府债券在保障经济、金融高质量发展方面的作用。

具体到实践层面上，一是保持政府债券发行规模合理适度，促进积极财政政策加力提效。面对复杂严峻的国内外经济形势，我国坚持稳中求进的工作主基调，经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段。与之相适应，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，积极的财政政策旨在加力提效，实施更大规模的减税降费，着力化解地方政府债务风险。

二是深化国债管理市场化改革，增强国债的利率基础作用。经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，利率是资金的价格，是金融资源市场化配置的指挥棒。无疑，健全的国债收益率曲线，是多层次资本市场的定价基准。

三是完善地方政府举债融资机制，更好地发挥对稳增长、防风险的支撑作用。近半年来，财政部积极指导各地做好地方债券发行工作，圆满完成新增债券发行任务，顺利开展地方政府存量债务置换，有效减轻地方政府的债务付息负担，同时积极推进地方债券发行管理改革，基本建立起涵盖发行方式、信息披露、信用评级、流动性管理等较为规范、透明的地方债券管理机制，有效防范地方债务风险，保障财政的可持续性。未来财政部将进一步深化地方债券管理，完善地方债券信息披露和信用评级，健全地方债券市场运行机制，提升地方债券二级市场流动性，开好地方政府规范举债的“前门”，打好防范化解重大风险攻坚战，确保财政可持续发展，提供有力保障。

四是不断提高政府债券市场对外开放，丰富政府债券投资者结构。近年来，财政部不断提高政府债券市场对外开放程度，目前已有汇丰银行、花旗银行、渣打银行、摩根大通银行，四家外资银行加入我国国债承销团。未来，财政部将进一步推动政府债券市场对外开放，提高外资机构投资政府债券便利化程度，更好地满足外资机构投资需求。

五是加强政府债券市场基础设施的统筹监管和互联互通，提高政府债券市场运行效率。基础设施是政府债券市场平稳运行的基石，以基础设施为支撑，经过多年发展，我国政府债券市场建设取得了重要进展。其中，国债一级市场达到国际先进水平，但与发达国家相比，我国政府债券市场还存在一定程度上的分割，银行间市场和交易所市场在交易机制和投资者群体、托管结算方式等方面各有不同，影响了市场运行效率。就未来发展来看，建设与大国经济体相适应的政府债务管理制度，需要积极推进政府债券市场基础设施统一互联工作，推动形成托管结算机构、交易平台互联互通的市场架构，强化对政府债券基础设施的统筹监管，为财政可持续投资或金融市场健康发展奠定良好基础。

（摘自金投网，2019年7月19日）

[返回目录](#)

## 央行：进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施，其中包括允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级；允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照；进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。对此，人民银行有关负责同志介绍了相关情况。

### 一、允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级

推动信用评级对外开放，支持外资评级机构进入中国银行间债券市场和交易所债券市场开展所有种类债券评级业务，是中国金融市场扩大开放的重大举措。信用评级作为金融市场的重要基础性制度安排，随着中国金融市场国际化进程不断加快，引入国际信用评级机构在中国开展评级业务，有利于满足国际投资者的多样化需求，也有利于促进中国评级行业评级质量改善，对中国金融市场的规范健康发展具有积极意义。

下一步，人民银行、证监会将进一步推动评级领域对外开放，不断扩大外资评级机构的业务范围，允许更多符合条件的外资评级机构在银行间债券市场、交易所债券市场开展全部类别信用评级业务，提升金融业对外开放水平，促进中国金融市场规范健康发展。

### 二、允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照

近年来，我国债券市场开放进程不断加快，境外发行人数量日益增多，境外投资人投资显著增长，外资中介机构队伍持续壮大。目前，已有6家外资银行取得非金融企业债务融资工具B类主承销和承销业务资格。

为贯彻落实党中央、国务院关于推动形成全面开放新格局的决策部署，进一步加大金融服务业对外开放力度，人民银行指导交易商协会就扩大外资银行业务范围的问题进行了研究，将允许符合条件的外资银行通过市场评价取得A类主承销业务资格，业务范围从境外非金融企业债务融资工具扩展至债务融资工具全部品种。同时，考虑到外资银行境内外母子公司业务联动的特点，将进一步在规则层面加大对外资银行境外母公司的考察力度。该举措正在履行相关程序，近期将正式对市场发布。

允许外资银行开展 A 类主承销业务,有助于进一步丰富外资机构服务国内实体经济的手段,提升其参与我国经济发展的广度与深度,推进金融供给侧结构性改革;有助于为境内企业发债融资引入更多的境外投资需求,从而为实体经济融通资金、降低成本提供助益,缓解“融资难、融资贵”问题;同时,也有助于向外方分享中国经济发展的成果和机遇,推动经济全球化发展,实现互利共赢。

### 三、进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

近年来,人民银行不断推出并持续优化完善金融市场开放措施。目前,境外投资者可以通过 QFII/RQFII、直接入市、债券通等多条渠道入市投资,有效满足了不同投资者的差异化投资需求,但不同渠道相互分割也给同一境外投资主体在市场准入、债券过户、资金划转等方面造成不便。为进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场,提升投资效率,有必要整合不同开放渠道政策要求,打通债券和资金账户。为此,人民银行在充分听取结算代理人、托管人和境外机构投资者意见的基础上,会同外汇管理局起草了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关问题的通知》(以下简称《通知》),并于 2019 年 5 月通过人民银行官网向社会公开征求意见,拟于近期发布实施。

《通知》解决了同一境外机构投资者通过不同渠道投资的债券过户、资金划转和重复备案问题,进一步提高了境外投资者入市投资的便利性,体现了金融市场高水平开放的要求。

(摘自中国人民银行网站,2019 年 7 月 22 日)

[返回目录](#)

## 市场动向

### 上半年累计发行新增债券超 2 万亿元 稳投资支出超 60%

今年上半年,地方政府债券加速发行,累计发行占债务限额的七成,为经济稳定和支撑固定资产投资起到了明显的作用。新增债券资金用于保障性住房建设、交通基础设施建设等 6 个领域,资金投入占比 64.8%,将带动有效投资扩大,并发挥对民间投资的撬动作用。

财政部最新发布的统计数据显示,上半年,全国地方累计发行新增债券 21765 亿元,占 2019 年新增地方政府债务限额 30800 亿元的 70.7%;其中 6 月当月发行规模 7170 亿元,约占上半年累计发行规模的三分之一,创年内单月发行规模新高。从资金支持领域看,稳投资支出超过 60%。

数据显示,上半年新增债券发行进度较去年同期的 15.5%提升 55.2 个百分点,达到 70.7%。从地方政府债券发行成本看,上半年新增债券平均发行利率 3.44%,较去年同期平均利率 4%降低 56 个基点,其中 6 月当月平均发行利率为 3.52%。

各地新增债券如何使用?日前记者从河北省财政厅获悉,今年上半年,河北省发行新增政府债券 16 批,发行金额合计 948.61 亿元。按债券类型分,一般债券发行 391.64 亿元,专项债券发行 556.97 亿元。“新增政府债券资金有力支持了京津冀一体化、2022 年冬奥会、棚户区改造、土地储备、脱贫攻坚等近 3000 个公益性项目。”河北省财政厅有关负责人表示。截至今年 6 月,河南省已累计发行政府债券 1386.5 亿元,占全年发行计划的近 80%,主要用于交通基础设施、农林水利、棚户区改造、土地储备、轨道交通、区域医疗中心建设等重大公益性项目。

据统计,上半年,京津冀三地共新发债券 2716 亿元,上海、江苏、浙江、安徽长三角新发债券 4267 亿元,广东专门发行 501 亿元粤港澳大湾区专项债券,海南发行新增债券 258 亿元,为相关区域重大项目建设提供了有力资金支持。此外,新增债券资金用于易地扶贫搬迁、“三区三州”等脱贫攻坚领域 2245 亿元、占比 10.3%,用于污染防治等生态环保领域 581 亿元、占比 2.7%。

从项目性质看,上半年新增债券资金约 56%用于在建项目建设,有效解决工程烂尾及拖欠工程款等问题。上半年新增债券资金用于棚改等保障性住房建设,铁路、公路等交通基础设施建设,城镇基础设施建设,乡村振兴等农业农村建设,教科文卫等社会民生领域,重大水利设施建设 6 个领域,资金投入占比 64.8%,这些基础设施投资规模的持续增加,将带动有效投资扩大,并发挥对民间投资的撬动作用。

(摘自经济日报,包兴安,2019 年 7 月 23 日)

[返回目录](#)

## 风险事件

### 南京建工产业集团新增两支债券违约

继6月17日“17丰盛02”违约之后，发行人南京建工产业集团有限公司发行的另外两支债券“G17丰盛1”和“18丰盛01”又于近日相继实质违约。其中“G17丰盛1”系未按时回售本金及支付利息构成实质违约，“18丰盛01”系未按时支付利息构成实质违约。

《南京建工产业集团有限公司关于“G17丰盛1”公司债券投资者回售权实施结果公告》披露，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“G17丰盛1”公司债券的回售有效申报数量为200万手，回售金额为20亿元。2019年7月19日为本次回售申报的资金发放日。该期债券利息1.5亿元。该期债券的回售及利息支付金额合计为21.5亿元。截至2019年7月22日，公司未能按期足额划付债券的回售本金及利息，构成实质违约。

“18丰盛01”的付息日为2019年7月18日，利息3750万元。截至付息日终了，发行人未能划付债券的利息3750万元，构成实质违约。

（摘自Wind，2019年7月19日）

[返回目录](#)

### “18民生投资SCP007”未按期兑付本息

7月23日，交通银行股份有限公司发布《主承销商关于中国民生投资股份有限公司2018年度第七期超短期融资券未按期兑付本息的公告》称，由交通银行股份有限公司主承销的中国民生投资股份有限公司2018年度第七期短期融资券（“18民生投资SCP007”）应于2019年7月18日兑付本息，发行人已于2019年7月18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。截至2019年7月22日，中国民生投资股份有限公司已将“18民生投资SCP007”剩余本息支付至上海清算所指定账户，属于将剩余本息全部足额兑付。

（摘自Wind，2019年7月23日）

[返回目录](#)

## 宏图高科债券再度违约 “三胞系”危机待解

7月22日，宏图高科再度出现债券违约。当日，宏图高科称，因公司流动资金紧张，截至2019年7月22日日终，公司未能按照约定筹措足额兑付资金，“16宏图高科MTN001”不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。资料显示，“16宏图高科MTN001”发行规模为7亿元，票面利率5%，期限三年，到期日为2019年7月22日。宏图高科是三胞集团旗下上市公司，自去年三胞集团出现债务危机以来，其关联公司亦深受牵连。

### 债券密集到期

事实上，这已经不是宏图高科第一次出现公开债券违约。截至7月23日，宏图高科已有3只债券违约。2018年11月，宏图高科发行的“15宏图MTN001”违约，这也是宏图高科首只公开债券出现违约。“15宏图MTN001”发行规模为7亿元，兑付日应为2018年11月26日。随后，2018年12月7日，“18宏图高科SCP002”也宣告违约。该期债券发行规模为6亿元，票面利率7.5%。

控股股东三胞集团的债务问题也不乐观。Wind数据显示，三胞集团目前有4只债券已经实质违约，债券余额合计约17.28亿元。除此之外，年内将回售的还有“17三胞02”“17三胞03”“16三胞05”3只，债券余额合计约12.28亿元。

针对此次违约后续处置安排，宏图高科方面表示，目前，三胞集团金融债委会聘请的第三方专业机构已完成对公司的财务和法律尽职调查，债务风险化解工作即将进入整体风险化解方案的制定阶段。公司将在债委会的指导下，积极与各债权人沟通协商，妥善推进整体债务风险化解工作。目前，宏图高科和三胞集团的信用评级均已被评级机构降为C级。

### 经营压力加大

2018年年报数据显示，宏图高科报告期内归母净利润为亏损20.34亿元，公司营业收入140.18亿元，同比下滑26.35%。此外，宏图高科2018年末的总资产为160.94亿元，同比下降19.84%。负债则呈现增长，其中短期借款和长期借款同比均大幅增加。2018年以来宏图高科总债务保持在较大规模，对债务保障能力大幅下降；同时处于大额亏损态势且经营活动净现金流大额流出，不具备债务偿还能力。

而围绕在宏图高科周围的担忧还有很多。包括控股股东三胞集团的流动性危机对公司经营产生较大影响，截至今年一季度末，三胞集团持有的宏图高科股权几乎全部被质

押且处于轮候冻结状态；部分货币资金、金融资产被冻结，流动性很弱，宏图高科持有的部分货币资金以及华泰证券、江苏银行等股权已被冻结；以及债务到期仍未兑付，未来偿债安排仍有待观察。目前，宏图高科所有金融债务均由三胞集团金融债委会统一管理，在三胞债委会安排下，其主要通过处置资产及股权、加快存货资产出售等方式筹措资金。

国泰君安研报指出，从 2018 年至今的民企违约案例来看，股东掏空是导致民企违约的核心因素之一。其中，宏图高科则是更为典型被掏空的案例。控股股东三胞集团近年来在经营情况不佳的情况下仍进行大规模激进海外并购投资，截至 2018 年 6 月末，三胞集团刚性债务规模为 406.3 亿，占总资产的 45.29%，资产负债率高达 70.71%，商誉占总资产的 22.84%。此外，三胞集团几乎将所持宏图高科、南京新百的股权全部质押，用于投资并购。当三胞出现债务逾期后，所持股权被债权人轮候冻结，集团出现流动性危机，宏图高科便沦为三胞集团流动性紧张下的牺牲品。

此外，宏图高科存在高存高贷问题，较为反常，截至 2018 年 6 月末，账面货币资金 49.62 亿，占总资产 24.89%，因此不排除三胞集团通过表象上高存高贷的方式从上市公司获取流动性的可能。

### 多次被监管处分

值得注意的是，宏图高科此前还多次因为违反相关规定而被监管层处罚。今年 4 月，交易商协会发布自律处分信息，指出宏图高科在债务融资工具存续期间存在违反银行间市场相关自律管理规则的行为，交易商协会因此给予宏图高科严重警告处分，暂停债务融资工具市场相关业务一年，责令其针对本次事件中暴露出的问题全面深入整改。

今年 6 月，证监会江苏证监局亦对宏图高科下发《行政监管措施决定书》，针对其信息披露问题指出违规。其中一条违规行为就是交易商协会指出的第一条，即公司在未与“15 宏图 MTN001”全部投资人就延期兑付方案达成一致的前提下，就披露了《江苏宏图高科技股份有限公司关于“15 宏图 MTN001”与投资人达成一致的公告》，上述披露存在不准确、不审慎的情况。此外，还有宏图高科与湖北匡时文化艺术股份有限公司、董国强前述现金购买资产协议及补充协议时，补充协议及涉及的诉讼情况均未及时披露。

（摘自 21 世纪经济报道，姜诗蕾，2019 年 7 月 23 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 2019 年第二季度短期融资券利差分析报告

本季度，共有 97 家企业累计发行短融 112 期，发行规模为 965.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均有所下降，同比均有所上升。短融发行量同比上升，主要是由于 2019 年上半年银行间市场资金面合理充裕，本季度整体利率水平低于上年同期，推动短融发行量同比有所上升；同时本季度银行间市场整体利率水平较上季度有所上升，一定程度上影响发行主体发债节奏，导致短融发行量环比有所下降。

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA-级主体发行短融。整体来看，短融发行主体的信用等级呈现进一步向 AAA 级集中趋势。

本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（4.35%）较 2019 年一季度（4.33%）略有上升，但较 2018 年二季度（5.59%）有所下降。本季度，AAA 级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，但多数 AA+级（含）以下主体所发短融的发行利率高于一年期贷款基准利率。

本季度，银行间债券市场资金面松紧适度，流动性合理充裕，短融发行利差和交易利差整体呈小幅波动下行走势，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比均有不同程度收窄。

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本季度不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验。检验结果显示，在 95% 的置信水平下，各级别主体所发短融的利差 I 和利差 II 的差异均显著，表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。

查看全文请点击 [http://www.sohu.com/a/328101705\\_238300](http://www.sohu.com/a/328101705_238300)

（摘自搜狐网，联合资信、联合评级研究部供稿，2019 年 7 月 19 日）

[返回目录](#)

## 2019 年上半年资产支持证券利差分析报告

2019 年上半年，我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 1712 只，同比增长 83.69%，发行单数 589 单，同比增长 90.61%，发行金额 9394.71 亿元，同比增长 34.49%；与 2018 年下半年相比，发行只数环比略降 3.06%，发行单数环比略降 4.54%，发行金额环比下降 28.00%。

2019 年上半年，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.85%、5.83% 和 6.28%，同比 2018 年上半年分别下降 100BP、76BP 和 78BP，环比 2018 年下半年分别下降 46BP、37BP 和 29BP；发行利差均值分别为 210BP、304BP 和 354BP，与 2018 年上半年相比，分别下降 41BP、20BP 和 13BP，环比 2018 年下半年，分别下降 25BP、15BP 和 7BP。各信用等级发行利差均值之间的级差环比和同比均有所扩大，反映债市违约常态化背景下，投资者风险偏好持续下降。各信用等级的利率和利差均具有显著差异，信用评级对资产支持证券的发行利率和利差具有良好的区分性。

查看全文请点击 [http://www.sohu.com/a/328904573\\_238300](http://www.sohu.com/a/328904573_238300)

（摘自搜狐网，联合资信、联合评级研究部供稿，2019 年 7 月 23 日）

[返回目录](#)