

Lianhe Credit Research

AUGUST

联合

信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司

风起云涌的2019年下半年
全球信用风险展望

2018年我国公募债券市场发行人
流动性风险研究报告

FORECAST



联合资信



联合评级

“2019年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（以下简称“联合资信”）与联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）共同举办的“2019年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、联合资信城投行业评级总监周旭先生、联合评级地产行业评级总监李晶女士、联合资信结构融资部评级总监罗伟成先生、联合评级

国际有限公司首席执行官何昊洛博士、联合评级工商评级副总监高鹏先生分别发表了“信用结构分化下的债市违约风险趋势分析”“城投行业信用风险展望”“房地产行业信用风险展望”“2019年上半年资产证券化市场回顾和展望”“从国际评级看境内债券市场开放”“汽车行业信用风险展望”的主题演讲。

接下来的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。

主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.
联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co.,Ltd.

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁翔 丁继平 万华伟 马文洛 马新疆 王大新 王少波 王安娜 王丽娟 王明富 王治 王宝丹 王越 王蛟龙 王进取 王金磊
孔令彦 艾仁智 卢司南 叶维武 田小卫 冯锐 冯磊 成斐 朱海峰 何昊洛 迟欣庭 任红 任慧 任贵永 庄园 刘文良
刘克东 刘秀 刘洪涛 刘艳 刘莉婕 刘晓佳 刘晓莹 刘翔轩 刘强 刘登 刘颖 刘睿 刘洋 齐东 闫昱州 杜洲
李小建 李少龙 李为峰 李杰 李国华 李泽堃 李珍 李云 李信宏 李振宇 李琳 李晶 杨世龙 时南 吴金善 吴冷
张丰 张文选 张丽 张连娜 张君瑶 张学群 张祎 张莉 张雪 张博 张兆新 陈玉川 陈波 陈诣辉 陈家林 陈雅丽
邵天 邵立强 林光美 林青 罗伟成 罗娟 金磊 周晓辉 周旭 周婷 周捷 官雪 郑洁 屈晓灿 赵东方 赵传第
贺苏凝 秦永庆 聂逆 贾二柳 顾洪良 徐琴波 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 郭其阳 郭蕾 夏妍妍 袁海燕 袁芳 唐岩
唐玉丽 黄静雯 常丽娟 崔彦达 崔津珠 鹿永东 黄佳琪 蒋建国 韩夷 景雪 谭宝坪 翟晓靖 魏凯 魏音 翟晓靖

编委会主任 Managing Director
王少波 Wang Shaobo
主编 Editor in Chief
李振宇 Li Zhenyu
本期责任编辑 Executive Editor
夏妍妍 Xia Yanyan
美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话(Tel): (010) 85679696 | 邮箱(Email): lianhe@lhratings.com | 传真(Fax): (010) 85679228
网址(Website): www.lhratings.com | 邮编(Postal Code): 100022
内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

工商企业信用评级 Corporate Credit Rating

北京 上海
谭宝坪 Tan Baoping 成斐 Cheng Fei
电话(Tel): (8610) 8567 9696-8859 | 18701336349 电话(Tel): (8621) 2312 7602 | 13917320804
邮箱(Email): tanbp@lhratings.com 邮箱(Email): chengfei@lhratings.com
李泽堃 Li ZeKun 温泉 Wen Quan
电话(Tel): (8610) 8517 2818 | 13911994971 电话(Tel): (8610) 8567 9696-8358 | 18516588977
邮箱(Email): lizk@unitedratings.com.cn 邮箱(Email): wenquan@lhratings.com
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层 地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路479号上海中心大厦3401
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022 Address: 3401, Shanghai Tower, 479, Lujiazuihuanlu Street, Shanghai 200120

金融机构及结构融资信用评级 Financial Institution & Structured Finance Credit Rating

秦永庆 Qin Yongqing 贾二柳 Jia Erliu
电话(Tel): (8610) 8517 1271-8057 | 18610381930 电话(Tel): (8610) 8517 2818-8109 | 18610979862
邮箱(Email): qyinq@lhratings.com 邮箱(Email): jiaerliu@unitedratings.com.cn
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2019 AUGUST

目录

特别策划 Feature

- 1** 风起云涌的2019年下半年全球信用风险展望
联合资信 主权部
- 6** 2018年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告
联合资信 联合评级 胡颖 林青

宏观研究 Macroeconomic Research

- 9** 关于“汇率操纵国”的界定及潜在影响分析
联合资信 主权部
- 14** 企业降杠杆持续推进，具体实施需稳中求进
联合资信 联合评级 夏妍妍 马顺福
- 16** 美联储十年来首次降息如期落地，资金有望回流新兴市场
联合资信 主权部

行业研究 Industry Research

- 19** 2019年上半年城投行业报告
联合评级 工商三部
- 24** 互联网银行信用研究
联合资信 金融部
- 27** 交通运输行业2019年半年报
联合评级 工商三部

债券市场 Bond Market

- 32** 2019年二季度债券市场发展报告
——主要信用债发行量同比大幅增加，违约处置手段更加丰富多元
联合资信 联合评级 胡颖 董欣焱 夏妍妍
- 42** 2019年二季度中资美元债研究报告
——发行量创季度新高，二级市场收益率转而走低
联合资信 主权部
- 48** 2019年上半年国内绿色债券市场运行报告
——绿色债券发行增长迅速，多因素驱动绿色债券市场日趋完善
联合资信 联合赤道
- 52** 2019年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望
——发行量显著回落，下半年谨慎乐观
联合资信 主权部
- 57** 葡萄牙发行欧元区首单主权熊猫债
联合资信 主权部

评级表现 Credit Rating Performance

- 58** 2019年二季度公司债利差分析报告
——公司债发行利率和利差同比下行，信用等级对利差区分显著
联合资信 联合评级 李天娇
- 62** 2019年上半年资产支持证券利差分析报告
——发行利率、利差明显下降，信用评级对利差区分显著
联合资信 联合评级 邓博文 罗润方
- 66** 2019年第二季度短期融资券利差分析报告
联合资信 联合评级 罗润方 王自迪
- 69** 违约案例

政策资讯 Policy & Information

- 72** 政策指南
- 74** 市场动向

市场数据 Market Data

- 76** 债券发行利率走势
- 78** 宏观经济及债券市场数据

评级公告 Credit Rating Announcement

- 79** 联合资信评估有限公司评级公告
- 84** 联合信用评级有限公司评级公告

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 51** 全国银行间同业拆借中心回购违约处置业务



风起云涌的2019年下半年全球信用风险展望

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2019年以来全球地缘政治风险呈持续上升之势，美伊冲突、英国脱欧等因素仍将持续对全球经济产生影响

在年初发布的《全球信用风险展望》中，我们将地缘政治风险视为2019年全球信用风险最大的不确定性。这一观点在2019年上半年得到了有效印证，大国博弈加剧、地区冲突不断等因素使得全球地缘政治风险总体呈上升之势。

具体来看，中东地区仍是全球的“火药桶”，主要体现为美国和伊朗之间冲突的持续升级。2019年4月以来，美国通过将伊朗伊斯兰革命卫队列为“恐怖组织”、停止8个伊朗原油进口方的制裁豁免、禁止伊朗进行进一步铀浓缩活动等手段持续向伊朗施压，在经济、政治、外交方面彻底封锁伊朗，同时不断增加在中东地区的军事部署；作为反击，伊朗开始暂停履行部分伊核协议条款，持续提升浓缩铀产量，并击落了一架美国无人侦察机，以强硬的态度回应美国的制裁。美伊冲突的持续升级对地区安全局势产生了严重影响，未来不排除爆发战争的可能，同时也会加剧国际原油价格波动，对全球能源安全造成威胁。

欧洲地区，英国脱欧持续陷入僵局，特雷莎·梅提出的“脱欧协议”接连被议会否决，使得英国不得不与欧盟谈判，将脱欧截止日期从3月29日延期至10月31日。在特雷莎·梅因内部矛盾加剧而辞去保守党领袖及英国首相职位后，英国前外交大臣鲍里斯·约翰逊在保守党领袖的竞选中获胜，并出任英国首相。约翰逊一直被视为“硬脱欧”的领军人物，他一再承诺英国将在10月31日之前退出欧盟，且很有可能采取“无协议”的方式，因此约翰逊当选后英国“硬脱欧”的可能性将大幅上升，并持续给英国及欧盟整体经济增长带来不确定性。另一方面，法国“黄背心”运动引发大规模骚乱、意大利民粹主义政府与欧盟就预算问题长期对峙等事件均体现了民粹主义在欧洲

的进一步崛起，并最终导致了极右翼政党势力在2019年5月举行的欧洲议会选举中大幅扩张，或对欧洲政坛形成一定冲击，并对欧盟和全球经济一体化形成潜在威胁。

亚太地区，朝鲜半岛问题在2019年上半年经历了一些波折：2月，美国和朝鲜两国首脑在越南河内举行第二次会晤，但因在解除对朝制裁和无核化措施方面存在分歧，双方未能签署共同文件，朝美对话陷入僵局；6月，中国国家主席习近平首次对朝鲜进行国事访问，随后美朝两国领导人在板门店举行会面，朝鲜半岛局势得到很大程度的缓和，有利于地区的和平稳定发展。朝鲜半岛局势未来的走向将在很大程度上取决于朝美双方能否继续接触并建立起真正的互信，以及最终能否就半岛无核化与和平机制构建达成协议草案。这些因素将对朝鲜半岛乃至整个亚太地区的安全局势产生持续影响。

展望下半年，除了美伊冲突、英国脱欧等地缘政治风险因素仍将持续对全球政治局势及经济增长产生影响外，多个新兴市场国家也将迎来重要选举，阿根廷、玻利维亚、乌拉圭等南美国家将举行总统选举，乌克兰、波兰、罗马尼亚等东欧国家将举行议会大选。对于一些此前深陷危机或内部分裂加剧的国家（如阿根廷、乌克兰、波兰等）而言，其选举结果将在很大程度上影响本国政局的稳定性，同时也会对地区政治经济发展产生影响。

中美贸易摩擦再度升级，严重打击企业投资意愿及市场信心，加大了全球经济持续下行压力

自2018年12月中美两国元首于阿根廷G20峰会上达成共识后，双方暂停了升级关税等贸易限制措施，并进行了多轮中美经贸高级别磋商，中美贸易摩擦有所趋缓。但在2019年5月初，美国政府突然宣布，自2019年5月10日起对从中国进口的2000亿

美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，从而导致中美经贸摩擦再度升级，中美经贸磋商进程遭到严重挫折，中国也通过对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的方式予以反制。2019年6月底，中美两国元首在日本G20峰会上会面，同意双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，美方也表示不再对中国出口产品加征新的关税。尽管如此，美国之前对中国增加的关税并没有取消或降低税率，且双方重启磋商也面临着再度破裂的可能，因此中美贸易摩擦在未来相当长的一段时间内仍将对全球经济增长产生影响。

2019年一季度，全球经济增长下行压力持续加大，只有少数国家经济有超出预期的表现。尽管美国政府部分机构停摆、全球贸易局势紧张等因素降低了市场对于美国经济增长的预期，但得益于净出口和私人库存投资的增长，美国经济在一季度表现良好，实际GDP增速达到3.2%，为2015年二季度以来的最佳表现。受英国脱欧不确定性、全球经济增速下行及国际贸易环境等因素影响，欧元区经济在一季度进一步放缓，实际GDP增速仅为1.0%，为2014年以来的最慢增速。英国经济在二季度表现良好，实际GDP增速达到1.8%，为2017年四季度以来的最高增速，但经济增长主要得益于库存增加，因为工厂加紧赶工以期在最初定的脱欧日（3月29日）之前交货。日本经济在一季度表现超出预期，实际GDP增速反弹至0.9%，但经济增速提升的主要原因是进口降幅超过出口降幅导致净出口额增加，实际经济状况不容乐观。

尽管2019年一季度全球经济表现存在不少亮点，但很多国家的经济增长均依赖于一次性因素，且随着中美贸易摩擦在二季度再度升级，企业投资意愿及市场信心遭到严重打击，全

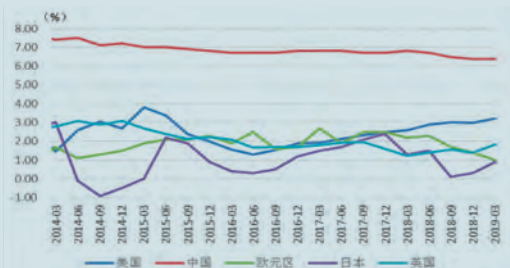
球经济下行压力进一步加大。从制造业PMI指数来看，中国、日本、英国等国家在进入二季度后制造业PMI均降至50以下的收缩区间，欧元区则持续刷新近年新低，美国制造业PMI虽然仍处于扩张区间，但呈持续下滑之势。作为经济增长表现的先行指标，制造业PMI指数的大幅下滑意味着全球经济未来表现将进一步趋于暗淡。

展望下半年，除中美贸易摩擦因素以外，美国已将对欧盟、日本和其他国家的进口车辆和零部件征收关税延期至11月中旬以便谈判，但从目前来看谈判过程仍十分艰难，如果谈判破裂将对全球经济造成进一步打击。此外，英国脱欧、美伊冲突等地缘政治因素也将给全球经济增长带来不确定性。综合以上因素，我们预计2019年全球经济增速将放缓至3.0%左右的水平，较年初的预测下调了0.5个百分点，但该预测是基于中美贸易摩擦维持现状的情况下做出的，一旦中美贸易摩擦再度升级，全球经济增速可能会进一步下滑。

全球主要央行货币政策持续趋向宽松，全球流动性紧张状况得到一定程度的缓解，新兴市场面临的货币贬值和资本外流压力有所减弱

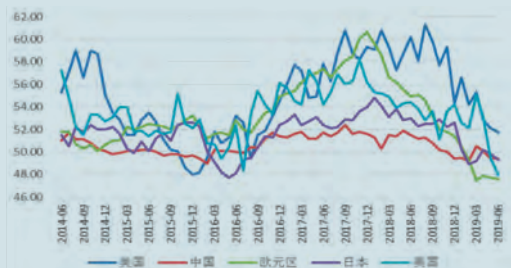
在年初发布的《全球信用风险展望》中，我们对于全球央行货币政策的预期仍然是“收紧”，但在全球经济下行压力持续加大的背景下，2019年以来全球主要央行纷纷“转鸽”，货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家央行则掀起了“降息潮”，部分发达国家也相继加入降息行列（见表1）。具体来看，继2018年连续四次加息以后，美联储自2019年年初以来货币政策发生重大转变，于3月公布了停止缩表的时间表，并于7月底进行了近10

图1 全球主要经济体经济增长情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 全球主要国家制造业PMI指数



数据来源: Wind, 联合资信整理

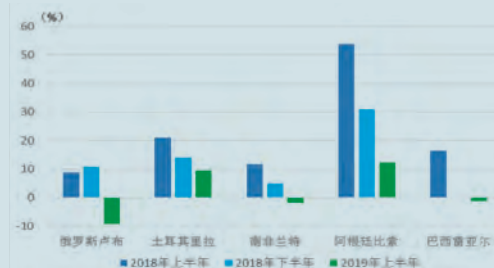
年来的首次降息,并将提前2个月结束缩表计划;欧洲央行货币政策进一步转向宽松,决定从2019年9月起开启新一轮定向长期再融资操作(TLTRO),为期3年,并将加息预期时间从2019年下半年调整至2020年上半年;日本央行持续维持超宽松货币政策,并多次表态在经济下行压力的情况下可能会采取进一步的宽松政策;中国在2019年上半年进行了两次“降准”,稳健中性货币政策开始趋向宽松;新兴市场国家则掀起了“降息潮”,印度在2019年上半年连续三次降息,马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、南非等新兴经济体则开启了近年来的首次降息,此外还有新西兰、澳大利亚、韩国等部分发达经济体加入降息行列。

在全球主要央行货币政策持续趋向宽松的背景下,全球流动性紧张状况得到一定程度的缓解,国际资金开始回流新兴市场国家,使得那些曾在2018年因美联储持续加息而面临严重货币贬值和资本外流压力的国家得到了喘息之机。2019年上半年,俄罗斯卢布、南非兰特和巴西雷亚尔均扭转

了此前的贬值之势,升值幅度分别达到9.3%、1.8%和1.0%;由于国内危机尚未完全消除,土耳其里拉和阿根廷比索则持续贬值,但贬值幅度与上年相比已显著收窄。

展望下半年,全球央行宽松货币政策有望得到延续,但仍存在较大不确定性,货币政策的走向将在很大程度上取决于

图3 美元兑部分新兴市场国家汇率变动情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

表1 2019年以来全球主要央行货币政策调整情况

国家(地区)	时间	具体行动
中国	1月4日	下调金融机构存款准备金率1个百分点,1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点
印度	2月7日	降息25个基点,为2018年8月以来首次降息
欧盟	3月7日	从9月起开启新一轮定向长期再融资操作(TLTRO),为期3年
美国	3月20日	从5月起将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的300亿美元降至150亿美元,到9月末停止缩表
印度	4月4日	再度降息25个基点
中国	5月6日	对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率,于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位
马来西亚	5月7日	降息25个基点
新西兰	5月8日	降息25个基点,为2016年11月以来的首次降息
菲律宾	5月9日	降息25个基点,为2016年以来的首次降息
澳大利亚	6月4日	降息25个基点,为近三年来的首次降息
印度	6月6日	本年度第三次降息25个基点,并将货币政策立场由“中性”改为“宽松”
韩国	7月18日	降息25个基点,为2016年以来首次降息
印度尼西亚	7月18日	降息25个基点,为近两年以来首次降息
南非	7月18日	降息25个基点,为2018年3月以来首次降息
乌克兰	7月18日	降息50个基点
土耳其	7月26日	降息425个基点,为2002年以来最大幅度,也是2016年以来首次降息
俄罗斯	7月26日	年内再度降息25个基点
美国	8月1日	降息25个基点,将提前2个月结束缩表计划
巴西	8月1日	降息50个基点,降息幅度超市场预期
阿联酋	8月1日	跟随美联储降息25个基点
巴林	8月1日	跟随美联储降息25个基点
沙特阿拉伯	8月1日	跟随美联储降息25个基点
中国香港	8月1日	降息25个基点

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

全球贸易紧张局势及各国经济数据的变化。另一方面，由于欧洲央行、日本央行等部分央行已将利率降至0%甚至负利率水平，因此在面临下一次危机时这些国家采用宽松货币政策来对冲风险的空间将变得十分有限。

全球货币宽松环境下新兴市场国家外债发行量大幅攀升，部分国家或面临较大外债偿还压力

2018年，在全球流动性持续收紧、利率水平上升的背景下，新兴市场国家面临的融资及债务风险大幅上升。2019年以来，随着全球央行货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家的外债融资成本显著回落，使得来自这些国家的发行人大量举借外债来满足其再融资需求。以美元债券为例，2019年上半年新兴市场国家发行的美元债券共计4964亿美元，较2018年上半年增长了逾12%，较2018年下半年更是增长了近80%，其中高收益级债券发行量在经历了2018年下半年的沉寂后大幅增长，其占比也明显回升。

尽管新兴市场国家面临的融资及债务风险得到了一定程度的缓解，但部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力及风险。从外币币种结构来看，阿根廷、菲律宾、土耳其、乌克兰等国的外债中外币债务占比均达到90%以上，一旦美元升值，其偿债压力将会显著加大，面临偿债不确定性。从外债的期限结构来看，阿根廷、南非、土耳其、泰国等国的短期外债占比超过30%，存在一定的短期偿债压力。从外债的保障程度来看，墨西哥、菲律宾、泰国等国家拥有充足的外汇储备，外汇储备对短期外币债务的覆盖倍数达到3倍以上，阿根廷和南非外汇储备对短期外币债务的覆盖倍

数则不足1倍，只能更多依靠再融资来满足偿债需求。

展望下半年，全球货币政策进一步趋向宽松的可能性较大，对于新兴市场国家而言良好的融资环境得以维持，但这同时也意味着债务的攀升和风险的积聚。对于那些外币偿债压力较大且外汇储备不足的国家而言，一旦全球融资环境发生变化或本国货币出现大幅贬值，其爆发债务危机的可能性将大幅上升。

全球主要大类资产迎来普遍上涨，其中大宗商品价格受地缘政治因素影响波动较大

2019年上半年，得益于全球主要央行货币政策趋向宽松，主要大类资产迎来普遍上涨，股票市场、债券市场和大宗商品市场的回报率分别达到14.9%、5.6%和12.2%，其中以股票、大宗商品为代表的风险资产涨幅显著高于以债券为代表的避险资产涨幅，体现了市场风险偏好的转变。

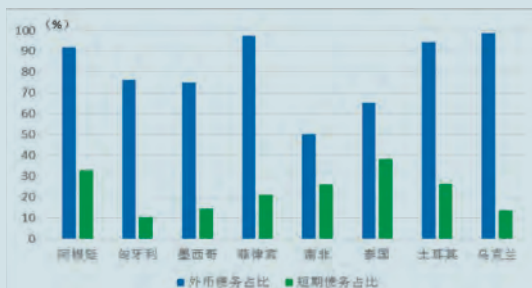
具体来看，股票市场在经历了2019年前四个月的持续上涨之后，5月受中美贸易摩擦再度升级影响出现明显回调，但在

图4 新兴市场国家美元债券发行量



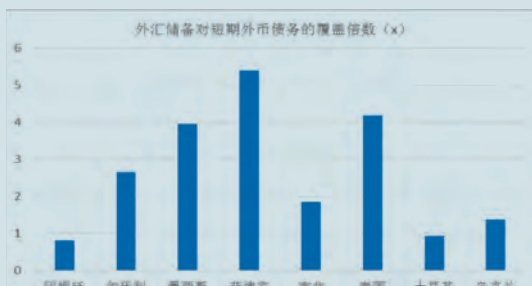
注：债券信用等级划分依据“彭博投资级/高收益评级指标”。
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图5 部分新兴市场国家外币币种及期限结构（截至2019年3月底）



数据来源：IMF，联合资信整理

图6 部分新兴市场国家短期外币债务保障情况（截至2019年3月底）



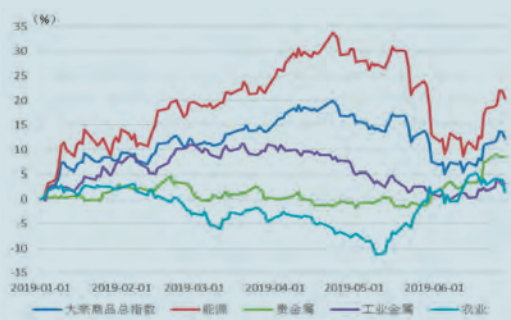
数据来源：IMF，联合资信整理

图7 2019年上半年全球主要股票指数回报率变动情况



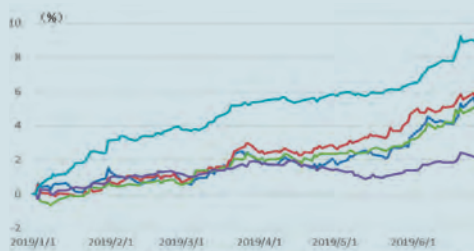
数据来源: Wind, 联合资信整理

图9 2019年上半年全球主要大宗商品回报率变动情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图8 2019年上半年全球主要债券市场回报率变动情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

6月美联储降息预期不断升温的背景下再度开启上涨走势。从不同市场来看,发达国家的表现显著优于新兴市场,尤其是在5月全球股市普跌的过程中,发达国家股市的回调幅度明显偏小,显示出更强的韧性及抗风险能力。

债券市场方面,全球央行货币政策趋向宽松及地缘政治风险事件频发使得作为避险资产的债券在2019年上半年维持了温和上涨的局面。从不同市场来看,新兴市场债券表现更佳,主要得益于新兴市场国家汇率趋稳及市场风险偏好的转变;亚太债券表现相对较差,主要受日本债券在超低利率环境下回报率普遍偏低的影响。

大宗商品市场方面,受石油输出国组织(OPEC)及俄罗斯等产油国减产执行到位、美国对伊朗制裁、委内瑞拉原油产量下降等因素影响,以石油为代表的能源类商品表现最佳,但波动性也较大。受全球货币政策趋向宽松及地缘政治风险多发影响,以黄金为代表的贵金属表现相对较好,尤其在进入6月以后增幅显著扩大;工业金属在2019年一季度表现相对较好,

但随着全球经济增长下行压力持续加大,二季度工业金属回报率显著下滑;农产品在2019年前4个月一直表现不佳,回报率多数为负,但随着5月中美贸易摩擦再度升级及全球极端天气持续恶化,农产品回报率开始大幅反弹,上半年勉强实现正收益,但仍是主要大宗商品类别中表现最差的。

展望2019年下半年,美联储未来是否会进一步降息将对全球资产价格变化产生重要影响。在美联储降息前,市场上不断增强的降息预期能够刺激股市短暂上涨,但预期的不断变化可能会加剧股市的震荡;在美联储降息后,由于市场对于降息已经充分预估,降息提振市场信心的作用也会大幅减弱。对债券市场而言,美联储进一步降息将有利于增加债券市场的流动性,推动美债收益率进一步下行,总体利好债市。对大宗商品市场而言,美联储进一步降息预示着经济面临衰退风险,农产品、工业金属等大宗商品将持续走低,而黄金等贵金属作为避险资产有望持续走强。从不同市场来看,美联储进一步降息会降低美元及相关资产对于投资者的吸引力,而新兴市场的吸引力则会明显增加,有望维持“股债同涨”的局面。▄



2018年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 林青

2018年,受到我国宏观经济增速回落、经济去杠杆及金融强监管的影响,企业盈利能力下降、融资环境收紧,导致企业短期偿债能力承压,信用风险事件明显增加。在此背景下,分析企业流动性对防范债务违约风险具有重要意义。

流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下,对其短期(通常一年内)债务偿还保障能力的评价。流动性评价可以有效揭示企业流动性风险,对于因流动性紧张引发的违约风险起到一定的预警作用。

根据流动性评价¹原理,本文评估了我国公募债券市场2374家发行人的流动性风险。评估结果显示,发行人流动性风险整体较2017年有所上升,发行人流动性评价结果分布仍主要集中在L-3及以下级别,但L-4和L-5级别发行人合计占比有所上升,发行人流动性风险持续上升;部分重资产强周期行业、批发与零售行业企业和城投企业的流动性风险较大;民营企业流动性风险仍维持高位,国有企业流动性风险有所上升;江浙沪地区、西部地区、福建以及北京发行人面临的流动性风险较高。

一、发行人流动性风险持续上升

根据Wind数据,截至2019年5月21日,我国公募债券市场已披露2018年报的非AAA级和非C级企业共计2374家²,本文将以上述2374家企业为样本进行流动性评价。

依据上述样本企业2018年年报,流动性评价结果显示(见图1),流动性评价结果仍主要集中在L-3、L-4、L-5级别,共1982家,合计占发行人总家数的83.49%,较2017年(79.23%)显著上升。其中,流动性状况较差(L-4)的发行人共有941家,在发行人总家数的占比最高(39.64%),较2017年(33.81%)显著上升;流动性状况很差(L-5)的发行人共有217家,占发行人总家数的9.14%,较2017年(12.22%)有小幅下降;流动性状况一般(L-3)的发行人共有824家,在发行人总家数的占比(34.71%)较2017年(33.20%)有小幅上升。此外,流动性状况很好(L-1)和流动性状况较好(L-2)的发行人分别为33家和359家,在发行人总家数的占比分别为1.39%和15.12%,合计占比(16.51%)较2017年(20.77%)显著下降。整体来看,虽然发行人流动性评价结果分布仍主要集中在L-3及以下级别,但L-4和L-5级别发行人合计占比有所上升,发行人流动性风险持续上升。

图1 我国债券市场发行人流动性评价结果分布



资料来源:联合资信COS系统

¹流动性评价是基于对企业流动性风险分析,在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下,对其短期(通常一年内)债务偿还保障能力的评价。联合资信的流动性评价结果按受评企业的流动性状况由好到差划分为5个等级,分别为L-1(很好)、L-2(较好)、L-3(一般)、L-4(较差)和L-5(很差)。联合资信根据企业最新发布的财务报表,选取反映企业经营状况(总资本收益率)、负债水平(资产负债率、全部债务资本化比率、短期债务比重)和短期偿债能力(经营现金流负债比、现金类资产短期债务比、流动比率和现金比率)的财务指标,综合评估企业流动性风险。

²统计范围为我国债券市场存续的非金融企业债券发行人,也包括集合债和集合票据发行人。

相较于2017年，2018年我国公募债券市场发行人流动性风险上升主要受到了短期债务占比上升以及短期偿债能力下降的影响。具体来看，2018年，我国公募债券市场发行人盈利能力有所上升，整体债务水平变化不大，但短期债务占比显著增长，短期偿债能力有所下降，特别是现金类资产对短期债务的保障能力降幅明显。其中，L-4和L-5发行人的总资本收益率中位数略高于市场整体水平，资产负债率、全部债务资本化比率和短期债务/全部债务中位数均明显高于市场整体水平，经营现金流动负债比、现金类资产短期债务比和现金比率中位数均明显低于市场整体水平。

二、部分重资产强周期行业、批发与零售行业企业和城投企业的流动性风险较大

流动性评价结果为L-5和L-4的发行人的行业³分布主要集中在基础设施投资行业（371家）和房地产行业（122家），其他行业分布较为分散，主要是由于我国公募债券市场发行主体中基础设施投资行业和房地产行业企业数量较多。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在各行业发行人总样本的占比来看，煤炭和贸易行业发行人中流动性评价

结果为L-5和L-4企业的占比较高，均在80%以上；其次是机械制造、零售、有色金属、电力与电网、化工和建筑与工程行业，L-5和L-4企业占比在70%上下。与2017年相比，零售、有色金属、煤炭、贸易、机械制造、建筑与工程、化工、电力与电网行业中L-5和L-4企业的占比仍保持较高水平，但较2017年基本均有所下降；基础设施投资、公路、园区（开发区）城投、房地产和水务行业企业中L-5和L-4企业的占比较2017年出现不同程度增长，医药制造行业企业中L-5和L-4企业的占比较2017年有所下降。

整体来看，重资产强周期行业（电力与电网、煤炭、有色金属、机械制造、化工、建筑与工程、房地产）和批发与零售行业（贸易、零售）企业以及城投企业（基础设施投资）的流动性风险较大。主要原因包括以下几点：一是煤炭、有色金属、机械制造、化工、电力与电网等行业资本密集程度较高，行业整体债务杠杆偏高，受到经济增速放缓以及供给侧结构性改革影响，部分企业经营不善，盈利能力恶化，侵蚀企业的现金流和资产流动性，在外部融资收紧的情况下，流动性压力较大。二是建筑与工程行业长周期建设对企业资金的占用较大，企业存在资金回流缓慢、与债务偿付期限严重错配的问题，在结构性收紧的融资环境下，部分企业流动性风险逐步显现。三是此前房地产企业依靠融资快速扩张，债务规

表1 2017—2018年流动性评价指标中位数（单位：%）

评价指标	2017年				2018年			
	合并报表		母公司报表		合并报表		母公司报表	
	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5
资产负债率	57.05	64.15	52.03	60.76	57.64	64.48	50.83	57.54
全部债务资本化比率	44.07	52.48	39.18	48.78	44.38	52.32	36.53	43.73
短期债务/全部债务	27.19	45.54	23.45	41.84	33.17	47.62	36.41	51.99
经营现金流动负债比	2.64	3.77	1.52	1.28	5.10	4.57	4.36	1.93
现金类资产短期债务比	116.06	61.00	87.13	37.95	79.38	48.37	54.72	32.87
现金比率	39.20	26.29	26.71	15.77	30.09	21.49	18.49	11.93
总资本收益率	1.52	1.63	1.23	0.99	2.47	3.03	2.54	2.85
流动比率	235.61	138.28	238.20	139.99	210.13	135.18	163.43	122.13

资料来源：联合资信COS系统

³ 行业分类采用联合资信三级行业分类标准。

模不断攀升，近年来房企债务迎来到期回售高峰，但持续的地产调控导致房企销售回款渐显不畅，再加上房企融资环境收紧，流动性风险加大。四是随着经济下行压力的加大，我国居民收入增速出现下滑，对零售行业企业经营发展带来了负面影响，再加上电商对传统零售行业的冲击，部分零售行业企业经营风险和流动性上升。五是中美贸易摩擦导致我国贸易行业景气度低迷，经营环境恶化，行业毛利率降低，流动性风险加大。六是较多城投企业自身创造现金流的能力较弱，对外部融资依赖较大，随着监管层对地方政府债务风险管控力度的逐步加强，城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，城投企业融资渠道收窄，融资压力进一步加大，流动性风险有所上升。

三、民营企业流动性风险仍维持高位，国有企业流动性风险有所上升

从发行人的企业性质来看，流动性评价结果为L-5和L-4的发行人多为国有企业（867家），其次为民营企业（226家），主要是受到我国债券市场发行主体中国有企业数量较多的影响。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在各类型发行人总样本的占比来看，国有企业发行人中L-5和L-4企业的占比为44.97%，较2017年（40.50%）有所上升；民营企业发行人中L-5和L-4企业的占比为66.28%，较2017年（71.35%）有所下降，但仍维持高位；其他类型企业发行人中L-5和L-4企业的占比也较高，均在60%以上，其中公众企业占比较2017年上

升10个百分点，外资企业和集体企业占比较2017年有不同程度下降，但该结果可能受到企业样本数量较少的影响。

整体来看，虽然国有企业受整体经济环境和货币环境影响，流动性风险有所上升，但相较于其他类型企业，其所有制带来的融资优势仍较为明显，流动性风险相对较低；民营企业存在债务集中到期且再融资困难的问题，流动性风险依旧较高。但是，在多项民企融资支持政策影响下，国有企业与民营企业的融资分化现象略有收敛。

四、江浙沪地区、西部地区、福建以及北京发行人面临的流动性风险较高

从地区分布来看，流动性评价结果为L-5和L-4的发行人主要集中在江苏（191家）和浙江（119家），主要原因是江浙地区债券发行人数量较多。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在本地区发行人总样本的占比来看，陕西和北京地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较高，均超过60%；重庆、福建、江苏、贵州、浙江、新疆和上海地区L-5和L-4企业占比均超过50%。其中，陕西、北京、福建、江苏和浙江地区全部企业中L-5和L-4企业的占比在延续2017年（分别为62.26%、59.84%、48.68%、49.71%和53.13%）较高水平的基础上进一步增长；重庆和贵州地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较2017年（42.57%和37.50%）出现大幅增长；新疆和上海地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较2017年（62.96%和54.29%）有所下降，但仍维持较高水平。

整体来看，江浙沪地区、西部地区（新疆、陕西、贵州、重庆）、福建以及北京发行人面临的流动性风险较高。其中，浙江和福建地区民营经济较为发达，在宏观经济的周期波动和金融政策的调整，叠加中美贸易摩擦等外部经济因素影响下，浙江和福建地区民营企业受到较大冲击，流动性风险较高；新疆、陕西和贵州经济欠发达，部分企业生产经营效益不佳，自身创造现金流的能力有待提高，在融资环境偏紧的情况下，流动性压力较大；江苏、重庆、北京和上海地区主要受到流动性风险较高的基础设施投资、电力与电网、建筑与工程以及房地产行业企业数量较多的影响。

图2 流动性评价结果为L-4和L-5的发行行业分布





关于“汇率操纵国”的界定及潜在影响分析

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

一、人民币“破七”后，美国强行将中国认定为“汇率操纵国”

美国对汇率操纵国的认定标准

8月初，在美国宣布将对对中国剩余3000亿美元商品加征10%的关税后不久，人民币兑美元离岸价和在岸价双双“破七”，这是自2015年人民币汇改以来首次，也是自2008年全球金融危机以来最低位。人民币兑美元汇率“破七”后不久，美国财政部长姆努钦发表声明称，美国政府认定中国正在“操纵人民币汇率”，通过人民币贬值促进出口以抵消关税带来的影响，强行给中国贴上了“汇率操纵国”的标签。

实际上，对于汇率操纵，国际上并不存在广泛接受的权

威定义。国际货币基金组织（IMF）明确反对操纵汇率，但IMF同时允许成员国为消除外汇市场短期过度波动而进行必要的干预，只要此干预充分考虑到其他成员国的利益，而不是只顾本国不顾他国的蓄意为之。

美国财政部则自行制定了汇率操纵的认定标准，1988年美国通过《综合贸易和竞争力法》，由美国财政部每半年会向国会提交一份汇率报告，对美国主要贸易伙伴国的经济和汇率政策进行评估。2015年之前，美国财政部认定汇率操纵的法律依据主要是《1988年汇率和国际经济政策协调法》，2016年2月开始，美国财政部认定汇率操纵的法律依据变更为《贸易便利化和贸易执法法》（The Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015），该法案在汇率操纵问题上

对《1988年汇率和国际经济政策协调法》进行了补充，并对汇率操纵国的认定提出了三条明确的量化指标，即：

- (1) 该经济体与美国商品贸易顺差至少达到200亿美元；
- (2) 该经济体经常账户顺差占GDP的比重至少为3%；
- (3) 该经济体持续、单向干预外汇市场，对持续单向干预的评估标准为12个月内至少有8个月该经济体通过买入外国资产促使本国货币贬值，且12个月内的购买总量占该经济体GDP的比重达到2%。

2019年5月28日，美国财政部将判定汇率操纵国标准中经常账户顺差由“占GDP的3%”修改至“2%”、干预外汇市场的时间由原来的“8个月”修改为“6个月”。而此次将中国指定为“汇率操纵国”，也是在新规定实施以后美国首次将一个国家定义为“汇率操纵国”。

2019年5月28日，美国财政部将判定汇率操纵国标准中经常账户顺差由“占GDP的3%”修改至“2%”、干预外汇市场的时间由原来的“8个月”修改为“6个月”。而此次将中国指定为“汇率操纵国”，也是在新规定实施以后美国首次将一个国家定义为“汇率操纵国”。

中国当前并不符合美方自行制定的“汇率操纵”认定标准

根据美国商务部统计，2018全年，中国对美国商品贸易顺差为4191.6亿美元，超过200亿美元的上限标准，但中国的经常账户余额与GDP的比值仅为0.4%，远低于美国设定的2%的限制。

据国际清算银行公布的数据，2005年初至2019年6月，人民币名义有效汇率升值38%，实际有效汇率升值47%，是二十国集团经济体中最强势的货币，在全球范围内也是升值幅度最大的货币之一。2019年以来，在全球经济下行压力不断增加以及全球贸易局势持续紧张背景下，2019年初至6月底，人民币兑美元实际有效汇率仅小幅贬值了1.38%，贬值幅度小于同期韩元（4.22%）、土耳其里拉（4.65%）等新兴市

场货币对美元汇率的跌幅，是新兴市场货币中较为稳定的货币（见图2）。在刚刚结束的IMF对中国的第四条磋商中，IMF也指出人民币汇率大体符合基本面。因此，美方声称的中国长期以来通过持续、大规模的外汇市场干预来促使货币被低估的说法是毫无根据的。

如果一个经济体同时满足三个标准，会被认定为“汇率操纵国”；如果只满足两个指标，会被列入观察名单；如果只满足第一个标准，但该经济体对美国的贸易逆差贡献较大，也可能被列入观察名单。因此中国并不符合美国定义的“汇率操纵国”。

二、美国“汇率操纵国（地区）”名单梳理及回顾

自1988年《综合贸易和竞争力法》出台后，分别有韩国、中国、中国台湾被美国列为“汇率操纵国（地区）”。被美国认定为操纵汇率后，韩国、中国及中国台湾均未受到严厉的贸易制裁，但外贸差额在短期内均受到了较为明显的影响。同时，各国（地区）均对汇率制度进行了改革，韩元和新台币兑美元汇率均出现了不同程度较为明显的升值，而人民币在实现官方汇率正式与外汇调剂价格并轨后，兑美元也出现了持续小幅升值。

韩国：韩美贸易顺差及韩国经常项目顺差大幅增加

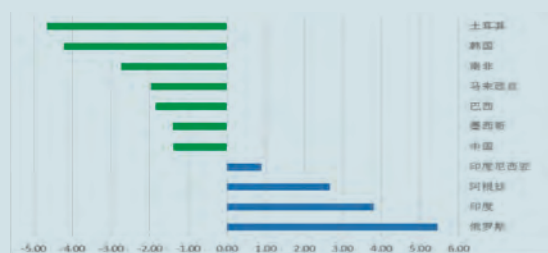
韩国于1988年10月至1989年10月间共3次被美国定义为“汇率操纵国”。根据美国海关数据显示，1988年韩美双边贸易顺差增加了1%达到90亿美元；韩国经常项目顺差增加44%

图1 中国经常项目差额占GDP的比重（%）



数据来源：IMF，联合资信整理

图2 部分新兴市场国家实际有效汇率表现（%）



数据来源：BIS，联合资信整理

表1 2019年以来全球主要央行货币政策调整情况

全球汇率政策半年报日期	汇率操纵国(地区)名单	监测名单
1988年10月	韩国、中国台湾	
1989年4月	韩国、中国台湾	
1989年10月	韩国	
1992年5月	中国台湾、中国	
1992年12月	中国台湾、中国	
1993年5月	中国	
1993年11月	中国	
1994年7月	中国	
2016年4月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国
2016年10月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国、瑞士
2017年4月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国、瑞士
2017年10月		中国、日本、韩国、德国、瑞士
2018年4月		中国、日本、德国、韩国、瑞士、印度
2018年10月		中国、日本、韩国、印度、德国、瑞士
2019年5月		中国、日本、韩国、德国、意大利、爱尔兰、新加坡、马来西亚、越南

达到143亿美元, 远超政府目标的70亿美元, 相当于GNP 的比值达9.1%; 符合美国对于“汇率操纵国”的定义。自1988年10月被美国列为“汇率操纵国”后, 1988年四季度韩元升值幅度达到5.1%, 远高于1988年第二季度、第三季度的2.5%和1.3%, 且四季度的升值大部分发生于10月和11月, 12月升值幅度已有明显放缓。1988年全年, 韩元升值幅度达15.8%, 超过了1988年美国其他主要贸易伙伴货币, 如日元、新台币的升值幅度。自1985年9月至1988年底, 韩元兑美元共计升值约34%, 但由于仍小于新台币(49%)和日元(83%)的升值幅度, 美国财政部仍认定其为“汇率操纵国”。直至1990年3月, 韩国政府进行汇率改革、启用“市场平均汇率制度”, 韩国经常项目顺差相当于GNP的比值由1988年的8.4%下降至1989年的2.5%, 美韩贸易逆差有所收窄, 且韩元在1989年出现小幅升值(全年升值幅度0.9%), 但其幅度远低于美国其他主要贸易伙伴, 且贸易加权汇率稳定。因此, 美国不再认为韩国为“汇率操纵国”。

中国台湾: 美台贸易失衡、中国台湾贸易及经常项目顺差持续扩大

美国在1988年10月—1989年4月及1992年5月至1992年12月两个时间段内共4次将中国台湾列为“汇率操纵国(地区)”。由于美国和中国台湾之间贸易不平衡问题较为严重,

图3 美元兑韩元汇率



美国认定中国台湾对汇率进行操纵。1988年10月至1989年4月, 新台币升值幅度为11.8%, 但美国财政部认为新台币自1985年以来的升值幅度(49%)远不及美国其他主要贸易伙伴货币的升值幅度, 如日元(83%), 台币仍应继续升值且其新的汇率制度实行情况仍有待观察, 因此直至1989年10月的报告中才取消了对中国台湾“汇率操纵”的认定。

1992年, 美国认为中国台湾贸易顺差及经常项目顺差再度扩大, 预计美国与其贸易逆差将会进一步走扩, 且中国台湾外汇储备高位攀升, 台湾央行通过政策手段缓解了新台币升值压力, 新的汇率制度并未使汇率完全市场化, 因此, 美国再次认定中国台湾对汇率进行操纵。1993年, 中国台湾贸



易顺差从1992年的约82亿美元下降至58亿美元，对美贸易顺差也由1992年的约94亿美元下降至89亿美元。因此美国不再认定中国台湾为“汇率操纵国(地区)”。

中国：出口限制及外汇市场高度管制

中国在1992年5月至1994年7月之间5次被美国列为“汇率操纵国”，主要原因为我国当年外汇市场的高度管制和限制出口。1993年，我国外贸顺差大幅萎缩，由1992年的顺差43.6亿美元大幅降至逆差122.2亿美元，经常项目逆差96.0亿美元。1993年12月，国务院正式颁布了《关于进一步改革外汇管理体制的通知》，实现了人民币官方汇率和外汇价格调剂价格并轨；建立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制；取消了外汇留成，实行结售汇制度；建立全国统一的外汇交易市场。自1994年1月1日期，人民币官方汇率

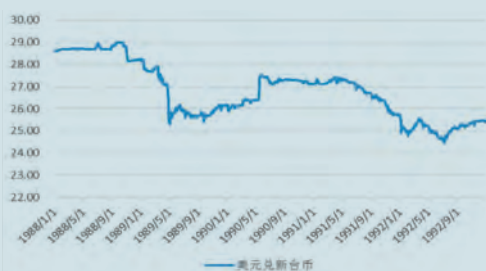
正式与外汇调剂价格并轨，人民币兑美元汇率当日大幅贬值49.7%。1994年，中国贸易顺差恢复至53.9亿美元，但美国认为，由于外企不能参与中国的外汇市场，因此在1994年7月仍认定中国为“汇率操纵国”；随后，由于外企参与中国外汇市场审批放开，汇率改革制度进展良好，对进口购汇和外资利润汇出的限制逐步放松，且人民币兑美元年内持续升值，美国于1994年12月取消了中国“汇率操纵国”的认定。

三、中国此次被列入名单与往次有何不同？对中国经济后续影响如何？

“这次不一样”：不同于90年代外汇高度管制的状态，多年来中国汇率制度市场化改革已取得长足进展

自1992年至1994年，美国在两年多的时间内曾5次将中

图4 美元兑新台币汇率



数据来源: Bloomberg

图5 美元兑人民币汇率



数据来源: Bloomberg

国列入“汇率操纵国”的名单，主要原因是中国外汇市场高度管制和限制进口。改革开放初期，中国对外贸易并不发达，美国的主要诉求是要求中国放松购汇限制，以便于外企资金汇出。在此期间，人民币汇率管理体制改革逐步深入，对进口购汇和外资利润汇出的限制逐步放松，1992年中国对外贸易顺差迅速萎缩并在1993年转为逆差。1994年，随着人民币的大幅度贬值，外贸很快转为顺差，此后顺差规模不断扩张，结售汇市场持续出现较强的美元抛压，推动人民币持续升值。1994年12月，美国将人民币移出了“汇率操纵国”名单。

但自90年代之后，中国积极主动推动汇率市场化改革，特别是近年来，汇率市场化双向波动加大，汇率弹性增加，汇率市场化改革取得了长足进展。目前，中国实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，在机制上人民币汇率就是由市场供求决定的，并不存在“汇率操纵”的问题。

今年8月以来，人民币汇率出现一定幅度贬值，主要是全球经济形势变化和贸易摩擦加剧背景下市场供求和国际汇市波动的反映，是由市场力量推动和决定的。中国央行一直致力于维护人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。根据国际清算银行公布的数据，近15年来，人民币名义有效汇率升值38%，实际有效汇率升值47%，是二十国集团经济体中最强势的货币，在全球范围内也是升值幅度最大的货币之一。当前，中国经济基本面良好，财政状况稳健，金融风险总体可控。特别是上半年中国国际收支稳定，外汇储备充足，经常账户持续顺差，境外资本保持净流入，这些因素都为人民币汇率保持稳定提供了根本支撑，人民币并不存在长期大幅贬值的基础。

中国被强行列为“汇率操纵国”后的影响及应对

根据《2015年贸易便利化和贸易执法法案》，一般而言，如果某一个国家被列入“汇率操纵国”，美国财政部会与该国的启动谈判，敦促其改变做法。如果一年后财政部仍然认为该国未采取适当政策来纠正汇率低估和贸易顺差的问题，美国可以采取以下多项行动：

一、禁止海外私人投资公司此后为该国任何项目提供融资（包括保险、再保险、担保）；

二、禁止联邦政府此后从该国采购或签订商品和服务的采购合同；

三、指示IMF的美国执行董事呼吁对该国的宏观经济和汇率政策进行更严格监督，并酌情就货币操纵的结果进行正式磋商；

四、指示美国贸易代表在与财政部长协商后，在评估是否与该国签订贸易协定，或启动、参与贸易协定谈判时，考虑该国未能采取适当政策纠正汇率低估和贸易盈余问题的严重程度。

根据以上条款和目前形势看，短时间内美国强行将中国列入“汇率操纵国”的行为很大程度上是象征性的，还有赖于美国与IMF协商，以消除所谓“不公平优势”，同时在美方采取所谓具体行动前会存在“一年期”这样一个过渡阶段。但另一方面，美国枉顾此前自己制定的标准，硬给中国扣上“汇率操纵国”的帽子，发生在美国宣布拟对中国3000亿美元商品加征关税，并指责中国停止采购美国农产品、升级贸易争端的背景下，主要目的是想继续对中国极限施压，干扰市场预期，打压中国经济。因此不排除其在一年过渡期内即逐步实施对中国的各项限制措施。

被认定为“汇率操纵国”并不必然意味着人民币汇率短期内扭转目前的整体走势，中国央行将继续遵循“坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”目标不做改变，中国货币政策独立腾挪的空间依然比较充分。但当前中国经济金融的风险依然较高，结合特朗普出尔反尔的个性以及此前多次极限施压的行径，美国后续可能在以下方面继续对中国采取行动：

提高惩罚性关税税率，拖累中国整体出口。美国可能继续限制从中国的货物和服务进口，采用提高惩罚性关税等措施对中国进行打压，拖累中国整体出口增速。从历史看，1994年我国被列为“汇率操纵国”之后，对美出口增速放缓从1994年7月开始持续到1996年1月，持续期间约为18个月。1995年中国对美出口年度增速降低11.0%，中国总体出口年度增速降低9.0%，而全球贸易在此区间内并未出现放缓迹象。从企业层面看，此种情形下中国出口企业及出口企业配套企业将会受到更大的冲击。

但另一方面，美国加税的压力逐步传导至美国消费者和

零售商身上。由于利润受到加速挤压，截至今年5月，美国零售商关闭门店的数量将近6000家，超过了2018年全年总和。根据瑞银预测，到2026年将有21000家美国零售企业关张；按照特朗普威胁加征关税的情况，其中一半恐将于一年之内就要关门。根据美国服装和鞋类协会的预计，在不考虑供应商可能涨价的条件下，潜在的关税将使四口之家的美国家庭每年多花费500美元。

投资战。随着中国劳动力成本的提高及产业结构转型，一些外国资本本已在调整自身布局，但美国的相关制裁可能起到加速作用，可能会有部分外资企业撤出中国。但中国对外资始终持欢迎态度，加上稳定的宏观经济环境，也将迎来一批新外资的流入。同时美国还可能阻碍中资企业赴美融资，制裁中国重点发展战略项目等，同时做空中资股。此举将增加中国新经济企业的投资风险，阻碍中国企业在海外市场的拓展。

金融制裁。美国可能直接制裁中国金融机构、实体企业和个人，利用SWIFT及CHIPS系统切断交易、结算与支付渠道，开出巨额罚单，冻结资产。美国曾于2018年宣布对俄罗斯

个人和公司实施制裁，冻结其在美国管辖内的所有资产。美国还对伊朗政府、企业等发起金融制裁，限制伊朗对外的金融交易，并将限制进一步扩展到参与伊朗相关商品或服务交易的第三方国家实体或个人，导致其外汇业务、汇款业务、融资业务均无法正常展开。同时，在目标国经济疲软或被金融制裁时，利用资本做空并促使非美货币大幅贬值，资金恐慌性外逃，进而引发金融市场动荡。

下调主权信用评级。利用三大国际评级机构的全球影响力大幅下调中国的主权和企业的信用评级，提高融资成本，甚至直接引发债务危机。

2019年无论是对于中国还是其他国家都是不平静的一年，“树欲静而风不止”，面对日益复杂的外部环境，迎接各种意想不到的挑战似乎成为了一项重要工作。接下来，中国将继续客观、冷静、沉着而脚踏实地地化解各种不确定性。预计中国宏观政策将适时预调微调，平滑短期波动。从中长期来看，中国将继续稳步推进国内金融与实体领域的市场化改革，提振内需，继续夯实国内宏观经济的稳健运行基础，同时进一步推动人民币汇率国际化。///

企业降杠杆持续推进，具体实施需稳中求进

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 夏妍妍 马顺福

7月29日，国家发改委、人民银行、财政部、银保监会联合印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》（以下简称《2019年要点》），从加大力度推动市场化法治化债转股、综合运用各类降杠杆措施、进一步完善企业债务风险防控机制等方面，对今年企业降杠杆工作做出全面部署。这是继2016年9月《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（以下简称《意见》）及2018年8月《2018年降低企业杠杆率工作要点》（以下简称《2018年要点》）印发后，我国又一关于降低企业杠杆率的重要政策。在当前全球经济增速持续放缓、我国经济面临下行压力的背景下，做好降低企业杠杆工作、防止债务风险上升，对于我国经济的

稳定增长和高质量发展具有重要意义。

我国目前企业杠杆率较高，降低企业杠杆率是经济高质量发展的必然要求。从宏观层面看，国际清算银行（BIS）通过各个国家或地区非金融企业部门年末债务余额与其当年GDP的比率（负债率）来衡量非金融企业宏观杠杆率水平。数据显示，截至2018年末，我国非金融企业宏观杠杆率为151.6%，较2008年增加了54.1个百分点，增幅明显高于美国、欧元区、日本等主要国家和地区，目前在统计的44个国家和地区中排名第7位，处于较高水平，且已超过BIS第352号工作报告提出的90%的警戒线61.6个百分点，可能会拖累经济的增长。从微观层面来

看,一般是用企业的资产负债率来衡量其杠杆率。根据对Wind数据库中A股上市公司和发债企业的统计分析发现,2008年以来A股上市公司和发债企业资产负债率均值并没有呈现出明显的增长趋势,而是在50%左右波动。其中,国有企业和民营企业的资产负债率走势出现分化,国有企业整体呈现上升趋势,而民营企业有所下降。国有企业杠杆率偏高主要由于国有企业与银行等金融机构之间存在深度交叉的行为联系、抵押物充足具有获得贷款的便利且存在一定程度的政府隐性担保,同时财政政策和货币政策也会对国有企业与民营企业的杠杆率变化产生重要影响,如扩张性财政政策通过财政投融资进行基础设施建设,可能会使得在基建投资领域占比较大的国有企业杠杆率上升,同时在紧缩货币政策下信贷资金也会更多地向国有企业倾斜,并对民营企业产生挤出效应。比较非金融企业宏观杠杆率和微观杠杆率,我们也可以看到,二者出现明显分化。从理论上讲,非金融企业宏观杠杆率不仅与微观企业杠杆率有关,也与资产周转率等企业运营指标有关,我国非金融企业宏观与微观杠杆率的差异一定程度上反映出我国金融资源存在一定的错配,即更多的资源流入了生产效率较低的企业。

国际经验及相关研究表明,企业通过财务杠杆可以扩大生产经营规模、取得额外收益,但同时也会使得信用风险加大。当企业杠杆率过高、息税前利润不足以支付负债利息时,财务杠杆将会造成财务风险,同时债务压力过大会导致借款人或投资人的担忧,使企业的融资更加困难,进而导致企业融资风险及信用风险的发生。从宏观角度来看,随着企业债务水平的不断抬升,宏观经济金融风险也将增大。因此,采取有效措施降低企业杠杆率、防范化解风险是我国经济由高速增长向高质量发展转变的必然要求。

强调通过市场化法治化债转股降低企业杠杆率,进一步完善企业债务风险防控机制。2016年发布的《意见》提出通过推进企业兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活企业存量资产、优化企业债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法依规实施企业破产、积极发展股权融资等方式积极稳妥降低企业杠杆率。在此基础上,《2018年要点》提出降低企业杠杆率的27个具体工作要点。《2019年要点》进一步强调市场化法治化债转股在降低企业杠杆率方面的重要作用,在市场化法治化债转股仍然存在较大提升空间的背景下,要求通过

拓宽社会资本参与市场化债转股渠道、加快推进市场化债转股资产交易、鼓励对优质企业开展市场化债转股、支持对民营企业实施市场化债转股、大力开展债转股优先股试点等11条措施推动市场化法治化债转股“增量扩面提质”。其中,明确提出“鼓励对品牌知名度高、市场竞争力强、经营运转正常的高杠杆企业或企业集团内优质子公司及业务板块优先实施市场化债转股”,“鼓励和支持实施机构对符合政策和条件的民营企业实施市场化债转股”,部分优质民企有望通过市场化债转股增强资本实力、降低债务违约风险。

除此之外,《2019年要点》在综合运用各类降杠杆措施以及进一步完善企业债务风险防控机制方面提出了相应措施。降杠杆措施方面,《2019年要点》“鼓励通过兼并重组整合资源,出清过剩产能,提高产业集中度,减少同质化无序竞争和资源浪费”,煤炭、钢铁等过剩产能行业兼并重组、优胜劣汰将持续推进,行业内优质企业有望“做大做强”,抗风险能力进一步加强,而处于竞争劣势、经营管理不善的企业则有可能被兼并甚至破产;对于加快“僵尸企业”债务处置明确要求“符合破产等退出条件的,各相关方不得以任何方式阻碍其退出”,这也与今年7月发改委等十三部委发布的《加快完善市场主体退出制度改革方案》的表述一致,反映了监管层加强市场优胜劣汰、优化资源配置的决心,有利于缓解因金融资源错配而导致的宏观杠杆率过高问题。进一步完善企业债务风险防控机制方面,《2019年要点》除延续此前分行业、分地区对企业杠杆率和债务风险进行监测的要求外,首次提出“建立覆盖全部国有企业法人单位的债务风险监测系统”,加上前述对“僵尸企业”债务的严格处置,国有企业债务风险有望得到有效管控;《2019年要点》还提出了企业债务风险暴露初期的处置要求,要求“对扭亏无望的企业慎用减息停息、借新还旧等金融手段,避免债务风险越拖越大”,当前债券市场违约事件发生呈现常态化,这一要求将使得地方政府为相关企业兜底或协调处置债务的意愿进一步降低,同时金融机构的信贷行为也将更加市场化,自身扭亏无望而寄希望于受到救助的企业违约风险极大,或导致市场风险偏好继续下降,对低信用等级债券的需求将继续减少。

进一步打破刚性兑付,但在具体实施中应坚持“稳中求进”原则。企业降杠杆是我国经济高质量发展的必然要求,在

具体实施中有以下几点建议：一是进一步打破刚性兑付。中国资本市场多年存在的刚性兑付扭曲了投资收益和 risk 的关系，是导致企业杠杆率较高的重要原因。随着市场化的发展，近年来刚性兑付已经被逐步打破，而只有进一步打破刚性兑付，我国企业杠杆才能在市场化的条件下得到有效控制。

二是坚持“稳中求进”原则。在宏观杠杆率较高的情况下，保持经济稳定增长对于不发生系统性风险来说至关重要。国务院金融稳定发展委员会7月19日会议强调，要把握好处置风险的力度和节奏，坚持在推动高质量发展中防范化解风险。因此，企业去杠杆要循序渐进，“稳中求进”，不应急于求成，防止发生处置风险的风险。在财政政策方面可以进行适当刺激维持经济的平稳增长，货币政策方面保持货币信贷和社会融资规模合理增长，既要守住防控风险的“总关口”，又要防止流动性紧张可能造成的企业债务问题。

三是加大股权融资比例。在《2019年要点》提出完善交易所市场股权融资功能、拓宽企业资本补充渠道等措施的同时，还可以通过创新发展股权融资工具、拓宽股权融资的资金来源等方式发展股权融资。大力发展私募股权投资基金、产业投资基金、股权类受托管理资金等股权融资工具，不断探索股债结

合、投贷联动等融资工具；同时鼓励基本养老保险基金、年金、保险资金等进入股权市场，加大国外直接投资和国外创业投资资金的引入力度。

四是继续深化国有企业改革。国有企业是去杠杆的重中之重，要推动重点行业国有企业兼并重组，对产业集中度不高、同质化竞争突出的行业加快重组，加快产能落后、能耗高、亏损严重企业的兼并重组，同时积极推动混合所有制改革，把企业去杠杆同推动国有企业混合所有制改革结合起来，建立国有企业资产负债约束机制，强化市场纪律，提高企业生产效率。

五是防范企业隐性债务风险。近年来一些投资基金“明股实债”以及永续债、私募投资基金等金融创新工具使得企业负债中存在一些隐性负债，提升了企业潜在的债务风险。监管机构应当重视此类金融创新工具对企业信用风险的影响并加以监管和防范，同时建议监管机构继续将资本金占投资额的比例作为宏观调控的手段之一，对房地产行业可以适当提高要求；投资者、评级机构等市场参与者在对企业信用风险进行评估时应对企业存在的隐性债务进行充分地分析，实践中可以建立用于监测企业杠杆率的一套指标体系，通过对行业、企业杠杆率变化的分析来衡量信用风险。■

美联储十年来首次降息如期落地，资金有望回流新兴市场

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

北京时间8月1日凌晨，美联储7月公开市场委员会（FOMC）议息会议决定下调美联储联邦基金目标利率25bp至2.00%~2.25%，为2009年以来首次降息，符合市场预期；同时宣布将从8月1日起结束缩表，相比3月议息会议声明中公布的9月底计划提前了2个月。美联储政策声明还显示，贴现率从3%降至2.75%，并将超额准备金率（IOER）从2.35%调整到2.10%。

与6月的决策声明相比，此次声明中关于经济形势的判断并无太大变化，显示美国经济以适度速度增长，就业市场保持

强劲，家庭支出上升，商业投资疲软，但也同时强调了不确定性的趋势仍将持续，美国核心和总体通胀仍均低于2%。值得注意的变化是，本次议息会议中10位票委成员中有2位投了反对票，认为不应降息，而是继续保持联邦基金利率在2.25%~2.50%不变；从近两个月反对票的频繁出现可见，美联储票委内部“鹰鸽”分歧有所加大。

在随后的发布会上，美联储主席鲍威尔表示，本次降息旨在防范下行风险，并不必然是宽松周期的开始。会后美元指数

震荡后走高触及98.9，为近两年的新高，十年期美债收益率大幅走低至2.01%。

美联储“预防式”降息有助于呵护下行压力加大的美国经济，部分对冲全球经济增长的下行压力，但后续降息力度预计不会很大

此次降息是美联储在美国经济下行压力增大、核心通胀持续低迷的背景下做出的决定。2019年二季度，美国实际GDP环比折年增速为2.1%，同比、环比分别下降2.1和1.0个百分点，放缓迹象趋于明显。具体来看，美国二季度经济增长主要由消费和政府支出拉动，但投资和净出口出现下滑，贸易摩擦对美国经济的负面影响开始逐渐显现。同时6月制造业PMI、服务业PMI虽仍处在景气区间，但下滑趋势没有改变，预示未来美国经济增速或仍将放缓。

但与之之前不同的是，此次美国经济下行压力增大并非意味着其经济出现危机或进入衰退，基本面表现依旧较为良好。制造业PMI虽然自2018年4季度以来持续下行，但依然位于荣枯线上方；非农就业人口数据表现良好，失业率长期处于4%以下水平；经济增速虽有所下滑，但仍处于较高区间。而在1998年9月亚洲金融危机和2007年9月次贷危机引起的两次“衰退式”降息前，美国制造业PMI均跌落至枯荣线以下水平，就业市场也表现不佳，与此次降息前美国经济基本面表现不同。相较而言，此次降息是为缓解美国经济下行压力而采取的“预防式”降息，预计未来连续降息的可能性不大。同时，此次降息并提前结束缩表释放的流动性或将有助于缓解美国经济放缓趋势，部分对冲全球经济增长的下行压力。

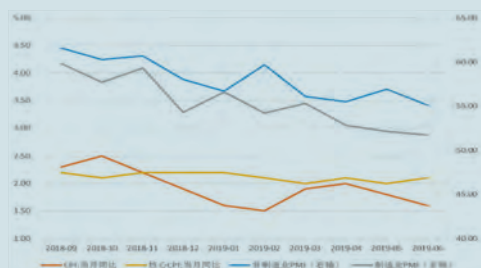


美联储开启降息将进一步带动全球流动性拐点的到来，新兴市场货币或得到提振，本币贬值及资本外流压力或有所减轻，但债务规模借机增长的风险隐患不可忽视

受此次美联储降息影响，阿联酋、巴林、沙特阿拉伯、巴西、香港等多个国家及地区央行或金管局随机跟随下调基准利率。今年以来，由于美联储立场持续“转鸽”及经济下行压力增加，土耳其、俄罗斯、韩国、印尼、马来西亚、印度、澳大利亚、南非、乌克兰等多国央行也对基准利率进行了下调。在美联储降息之前，7月25日欧洲央行为应对欧元区经济下行压力加剧，也释放明确可降息信号，为2017年6月以来首次，而受此次美国降息影响，预计欧洲央行今年9月降息概率较大。虽然鲍威尔表示此次降息并不必然是美国宽松周期的开始，但全球央行货币政策趋向宽松已正式开启，全球流动性紧张问题将得到一定程度缓解。由于各大央行对美联储态度“转鸽”及经济下行压力增加做出反应，2019年上半年债券市场持续温和上涨，其中新兴市场国家表现更佳，主要得益于新兴市场国家汇率趋稳及市场风险偏好的转变。预计未来各国债券市场将持续得到有力支撑，各国债市回报率或将持续走高。

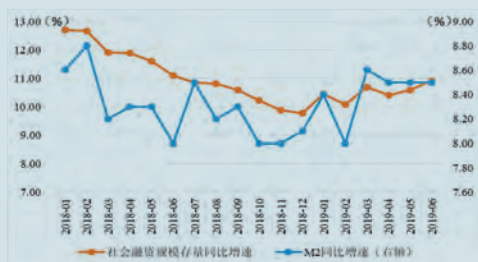
对新兴市场来说，此次美联储降息对其经济发展将产生一

图1 美国消费者物价指数和采购经理指数



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 中国社融存量及M2同比增速情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 中美十年期国债到期收益率利率差走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

定利好。由于流动性得以释放,国际资金开始回流新兴市场,有助于缓解新兴市场资金流出及货币贬值压力,其经济和货币或将得到一定程度提振。另一方面,对于有借债需求的新兴市场国家来看,美联储降息使其外债融资成本明显回落,因此这些国家的发行人将大量举债以满足其再融资需求,虽然其融资成本下降、债务风险得到一定缓解,但同时也意味着债务攀升及风险积聚,对于那些外币偿债压力较大且外汇储备不足的国家而言,一旦全球融资环境发生变化或本国货币出现大幅贬值,其爆发债务危机的可能性将大幅上升。

预计下半年中国央行货币政策将延续边际偏宽松,继续实行降准或定向降准可期;中美国债利差进一步走扩或吸引海外资金或加速流入,在岸债券市场利率债热度不断攀升

全球货币政策进入降息周期令市场热议中国是否也将跟随降息。我们认为,在当前美联储“预防式”降息背景下,中国央行“以我为主”的货币政策并未发生改变,跟随美联储降息的可能性和必要性均不大。

去年以来,中国经济的不确定性有所上升导致市场预期较为悲观,但从近期数据看,中国经济在全球经济下行趋势加大的背景下仍然保持了相当的韧性。首先,上半年中国经济同比增长6.3%,增速在全球主要经济体中名列前茅,总体保持了稳中有进的态势。其次,实体经济融资形势继续边际改善,从社融数据看,中国6月末中国社会融资规模存量为同比大幅增长10.9%,较5月增速进一步提升,处于2018年下半年以来的最高水平,人民币贷款仍为支撑社融增速的主力。另外,CPI对于中国央行货币宽松的制约是持续存在的。中国6月CPI同比增长

2.7%,与前值持平,由于蔬菜及水果价格回落不及预期以及油价低基数效应下的回升可能,年内CPI上升的压力犹存。

针对美联储降息的动向,2019年7月23日,中国央行行长易纲层曾表示:“去年美国加息,中国没有跟随,现在美国降息,中国也要看自己的实际情况而定,总体而言目前利率水平是合适的,接近舒适水平”。另一方面,7月30日举行的2019年二季度中央政治局会议对下半年财政货币政策进行了定调,与4月19日召开的政治局会议相比,仍延续稳健的货币政策基调未变,但在“稳健的货币政策要松紧适度”基础上,再次提出“要保持流动性合理充裕”。据此可以判断出,下半年央行将继续密切监测国内外经济金融形势的变化,根据中国的经济增长、价格形势变化综合利用多种货币政策组合工具,保持流动性合理充裕,同时推动深化利率市场化改革等措施,引导企业贷款利率下行,缓解小微企业、民营企业融资难的问题。央行整体货币政策仍将延续边际偏宽松的态势,后续可以期待降准或定向降准等宽货币政策,但直接下调存贷款利率的概率很低。

在美联储降息的背景下,中国债市对境外投资者的吸引力将进一步增强,海外资金将继续加速流入中国债市。由于10年期美债收益率将进一步下行至突破2.0%,中美国债利差将走扩至超过120个BP,加之人民币计价的中国国债和政策性银行债券已经或即将纳入国际主流债券指数,境外机构对利率债的配置被动需求预计将会继续上升。截至今年6月底,境外机构持有我国债券市场债券16,452.38亿元,同比增22.36%,较去年年末增9.18%。从人民币汇率的角度看,由于国内经济相对下行幅度或小于美国,包括离岸央票发行在内的调控措施力度得当,下半年人民币汇率预计仍将保持基本稳定。//



2019年上半年城投行业报告

文 | 联合信用评级有限公司 工商三部

一、政策及融资环境

2019年上半年，宏观政策延续了2018年下半年以来的宽松态势，货币政策维持结构性宽松、市场流动性保持合理充裕，带动城投企业融资环境边际放松；监管政策仍较严格，持续推进隐性债务化解工作和城投企业市场化改革。

进入2019年，宏观经济运行较为平稳，宏观政策仍是在稳增长及防风险中寻求平衡，基建投资增速较2018年下半年企稳回

升，但仍处于较低水平。2019年上半年，货币政策环境相对宽松，市场流动性合理充裕，为城投企业融资环境的放松提供了有利条件。

监管政策方面，“开前门、堵后门”的整体思路保持不变。“开前门”力度加大，一是大幅提升地方政府专项债券额度，并不断丰富专项债品种，2019年安排2.15万亿地方政府专项债券为重点项目建设提供资金支持，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，同时鼓励金融机构积极参与地

方政府债券募投项目配套融资，有效为基建项目提供了资金保障并缓解了城投企业的融资压力；二是地方政府隐性债务化解有了新的进展，以镇江为试点的化债方案将有效缓释隐性债务风险，显著降低城投企业的债务成本；三是沪深交易所针对以置换六个月内到期债务为目的的发行债券的城投企业放开了政府收入占比不超过50%的限制，大大降低了城投企业公司债的申报难度，有利于改善城投企业的再融资并缓解其债务周转压力。“堵后门”方面，仍然严控新增隐性债务，坚决防控风险，坚持结构性去杠杆的改革方向。一是对于专项债券项目，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；二是担保政策收紧，明确政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台提供增信，中低信用等级城投企业再融资受到不利影响；三是持续规范PPP项目，财金10号文明确不得出现“本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本方参与PPP项目”，意味着城投企业将无法作为社会资本方参与到PPP项目中，城投企业业务模式收窄，承建基建项目融资渠道也进一步收窄。

城投非标产品风险事件较上年同期明显增加。

虽然2019年上半年城投融资环境有明显改善，但城投企业信用水平分化趋势也越来越明显，根据不完全统计，城投企业非标产品风险事件较上年同期增长1倍之多，涉及产品多为信托计划。城投非标产品风险事件仍延续了2018年的特点，相关主体仍主要分布在中西部地区，且多为区县级平台，行政级别较低，地区经济财政实力不强，政府债务负担较重。城投非标风险事件对区域融资环境将造成一定负面影响。

二、城投债市场分析

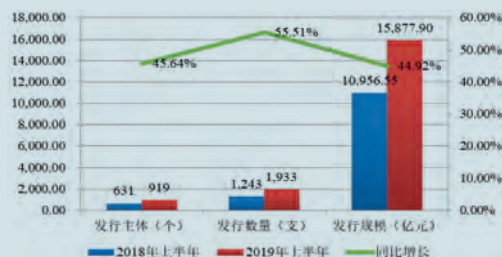
发行情况

城投债发行数量及规模较上年同期均大幅增长，净融资情况明显改善，公司债发行规模增长幅度最大，短期限品种占比持续上升；城投债发行地域分布未发生重大变化，区域之间分化明显；从发行主体级别来看，AA级主体占比有所提高，级别中枢略有下移；地市级与区县级城投主体发债占比提升。

根据Wind概念板块城投债口径，联合评级按全市场口径统计并整理，2019年上半年共发行城投债1933支，涉及919个发行主体，发行金额合计15877.90亿元。在政策利好影响下，2019年上半年城投债发行主体数量、发债数量及债券总体发行规模较上年同期均大幅增长。从净融资来看，2019年上半年各月城投债净融资额均为正值，累计净融资额5814.43亿元，较上年同期大幅增长1.91倍，城投债净融资情况明显改善。

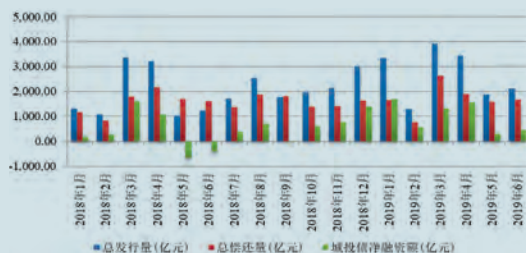
从债券品种来看，2019年上半年，在发行规模总量大幅增长的带动下，各债券品种发行量较去年同期都有所上升。其中，受交易所放松借新还旧债券发行要求影响，公司债发行规模增长幅度最大，较上年同期增长1.36倍；此外，发改委要求排查企业债券风险保障到期债券兑付、支持优质企业发债、提高企业债审核效率，在一系列举措影响下，企业债发行规模涨幅高达70.40%；定向融资工具发行规模较上年同期增长63.71%，超短期融资券和短期融资券发行规模增长幅度也较大，分别为18.69%和29.31%，中期票据较上年同期增长6.46%，增长幅度最小。从债券品种结构来看，2019年上半年城投企业主要通

图1 2019年上半年城投债发行情况



资料来源：Wind，联合评级整理

图2 2018年以来城投债净融资情况



资料来源：Wind，联合评级整理

过公司债、超短融和中期票据进行融资，占比分别为23.80%、23.98%和22.78%。

从债券期限来看，2019年1—6月新发行城投债期限结构较上年同期变动不大，长期限城投债占比仍较低，5年以上城投债合计占总发行规模的10.67%，与上年同期基本保持一致；城投债发行仍以中短期为主，1年及以下的占29.60%，较上年同期下降4.16个百分点；1至3年（含）占27.10%，较上年同期提高4.67个百分点；3至5年（含）的城投债占32.63%，与上年同期基本保持一致。

从地区分布上看，城投债发行的地域分布未发生较大变化，区域间城投债发行规模分化明显。江苏省作为发债大省，2019年上半年共发行城投债3470.44亿元，较上年同期增长49.37%，其发行规模占2019年上半年发行规模的21.86%，较上年同期上升0.66个百分点，仍保持“一家独大”之势。浙江、四川、天津、北京为城投债发行“第二梯队”，发行规模分别为1143.10亿元、926.70亿元、876.40亿元和849.50亿元，占上半年总发行规模的比例分别为7.20%、5.84%、5.52%和5.35%。西藏、黑龙江、青海、辽宁受限于经济发展落后或融资环境欠佳，城投债发行规模较小，占上半年总发行规模的比例均未超过0.50%。

从主体级别分布来看，2019年上半年发行的城投债的919家主体中，仅有6家主体未进行评级。具体来看，在发行时，主体级别为AAA的共151家，占比较上年同期小幅下降0.84个百分点至16.43%；级别为AA+的主体共288家，占比较上年同期下降2.58个百分点至31.34%；级别为AA的主体共444家，占比较上年同期提高5.21个百分点至48.31%；级别为AA-的共30家，占比较上年同期下降1.49个百分点至3.26%；主体级别分布整体情况

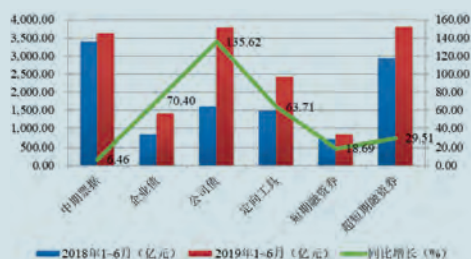
较2018年上半年未发生重大变化，但在宽松政策积极影响下，AA主体融资难度下降，带动AA主体占比提高。从债券分布来看，2019年上半年AA主体共发行债券4059.38亿元，占25.57%；AA+主体发行债券5619.82亿元，占35.39%；AAA主体发行债券5973.40亿元，占37.62%；AA-主体发行债券32亿元，占0.2%。城投债发行仍集中于AA+和AAA的高信用级别企业，2018年上半年受限于融资政策收紧AA主体发行债券规模大幅下降，2019年上半年融资环境明显改善，AA主体发行债券规模较上年同期增长71.97%。

从城投企业的行政级别来看，2019年上半年发行的1933支债券中，行政级别为省及省会（单列市）的债券规模合计8819.91亿元，占比为55.55%，较上年同期下降7.59个百分点；行政级别为地级市的债券规模合计5269.34亿元，占比为33.19%，较上年同期提高6.41个百分点；行政级别为县及县级市的债券规模合计1788.65亿元，占比为11.27%，较上年同期提高1.19个百分点。近两年，受一系列宏观政策及监管政策影响，城投企业融资环境变动较大，2018年上半年融资政策收紧、信用风险事件频发，地级市及县级城投企业融资环境趋紧，发债规模占比明显下降，城投债发行主体行政级别上行明显，省及省会（单列市）的城投公司发行债券数量最多、规模最大；2019年上半年融资政策有所放松，地级市及县级城投主体发债占比有所回升。

利率与利差

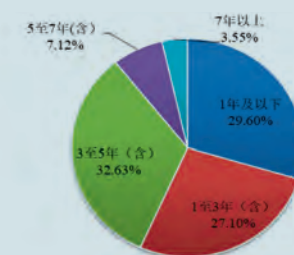
市场流动性合理充裕，城投债发行利率回落，发行成本下行；发行利差呈分化态势，中低级别城投债发行利差持续走扩，高级别城投债发行利差收窄，高级别城投债成本优势进一步显现。

图3 2019年上半年发行城投债品种分布



资料来源：Wind，联合评级整理

图4 2019年上半年发行城投债期限分布



资料来源：Wind，联合评级整理

从利率发行区间来看，2019年上半年受益于市场合理充裕的流动性和结构性宽松的货币政策，城投债发行利率整体较上年同期有所回落，AAA和AA+的城投企业发行利率中位数较上年同期明显下行，AA-城投企业发行利率中位数较上年略有提高，但因样本量少，对城投债发行利率影响有限。整体看，高级别城投债发行成本下行幅度明显高于中低级别城投债。其中AAA城投企业发行利率区间为2.10%~7.50%，发行利率区间较大，但发行利率超过6.00%的债券仅12支，发行利率超过7.00%的债券仅2支，发行利率主要集中在2.10%~4.99%，其中主体级别为AAA的长春城投建设投资有限公司发行的“19长春城投PPN001”发行利率为7.50%，其发行的“19长投01”发行利率为7.2%。

从发行利差来看，2019年1—6月，城投债发行利差呈分化态势，中低级别(AA、AA-)城投债利差较上年同期持续走扩，高级别(AA+、AAA)城投债利差较上年同期有所收窄，高信用等级城投债备受市场青睐，发行成本优势进一步显现。其中，四川省交通投资集团有限责任公司发行的“19川交投SCP002”发行利率为2.10%，与同期同发行日的国债到期收益率产生倒挂，导致发行利差出现负值。

存量及到期

截至2019年6月底，存量城投债以中期票据、企业债和公司债为主，级别以AAA为主；城投债未来四年到期规模均处于高位，并将在2021年迎来兑付高峰，需关注重点区域城投债集中到期偿付压力。

根据Wind概念板块城投债口径，截至2019年6月底，存量城投债余额为80625.38亿元。从品种分布来看，截至2019年6月底，存量城投债主要为中期票据、企业债和公司债，占比分别为29.53%、22.74%和22.67%；从级别分布来看，AAA级别占比(34.87%)最高；从地域分布来看，江苏省存量规模仍遥遥领先，浙江、湖南、天津、四川等地存量规模紧随其后，发债大省存量城投债仍保持较大规模。

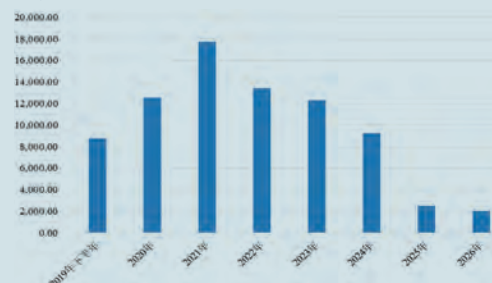
从存量城投债到期情况来看，2019年下半年，存量城投债到期规模为8741.08亿元，2020—2023年债券到期规模均超过12000亿元，2021年为短期限内存量城投债的兑付高峰，目前来看到期规模达17727.80亿元。短期内仍有较大规模城投债到期，城投企业仍面临较大的债务周转压力，而2019年延续了2018年下半年以来宽松的融资政策，在此背景下，城投企业非常有动力通过发行新债置换存量债务，债务周转压力或将减轻。

分地区来看，2019年下半年至2022年，江苏省到期城投债规模达10987.99亿元，远高于其他省份，占江苏省存量债券的71.09%，江苏省城投企业面临极大的债务周转压力。此外，天津、浙江、湖南、北京等地到期规模排名前列。

重点区域方面，贵州省存量城投债在2021—2024年到期规模相对均衡，湖南省存量城投债集中在2021—2023年到期，广西存量城投债到期在2020—2023年分布较为均衡，云南省存量城投债在2019年下半年至2021年集中到期，需关注这些地区城投债到期偿付压力。

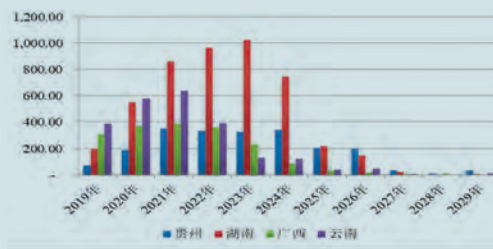
从净融资来看，为防范和化解地方政府债务风险，妥善处置存量债务，2018年下半年以来城投企业融资限制逐步放松，

图5 截至2019年6月底存量城投债到期分布情况(单位:亿元)



注: 未包括债券行权回售情况
资料来源: Wind, 联合评级整理

图6 截至2019年6月底主要区域存量城投债到期分布情况(单位:亿元)



注: 未包括债券行权回售情况
资料来源: Wind, 联合评级整理

政策利好逐渐在2019年上半年显现,主要区域城投债净融资额均为正,城投企业融资环境得到明显改善。

级别迁徙

2019年上半年,城投融资环境有所改善,城投企业级别以上调为主,城投行业整体信用状况稳定。

从级别迁徙情况来看,2019年1—6月,城投企业主体信用等级整体呈上升趋势,下调情况较少,共有66家城投企业主体级别上调,相较2018年上半年的60家,上调数量有所增长,城投公司由于外部环境显著改善、获得外部支持力度大、自身经营及财务状况向好等原因,主体级别上调情况较多。具体来看,18家主体级别由AA+调高至AAA(上年同期为6家),38家主体级别由AA调高至AA+(上年同期为37家),10家主体由AA-调高至AA(上年同期为16家),城投公司级别调整仍以调至AAA及AA+为主。仅有1家城投企业级别调低(2018年上半年为6家)。城投行业级别调整以调高为主,宏观经济进入“新常态”、产业债信用风险水平上升、民营企业持续爆发违约事件,城投债仍具有一定比较优势。

级别上调方面,主要为经济相对发达地区的城投企业,主要考虑到当地区域经济稳定发展对城投企业经营及再融资提供了较为良好的环境;另一方面是进一步肯定了上述企业的平台地位,并考虑到多数获得了较大力度的外部支持(如股权划拨、资产或资金注入、债务置换),资本实力显著提升。展望上调方面,扬州市广陵新城投资发展有限公司展望由“负面”调整为“稳定”。龙翔投资控股集团有限公司展望由“负面”调整为“稳定”,主要系2018年长春新区一般公共预算收入回升,公司

经营性现金流改善,资金压力有所缓解。

级别及展望下调方面,2019年上半年,级别及展望下调企业各1家,此外列入评级观察企业2家。

三、信用风险展望

下半年经济下行压力不减,持续加大基建补短板力度,宽松的融资政策仍将延续,城投企业再融资环境保持相对宽松,有利于城投债发行规模的增长。

2019年一季度和二季度GDP增速分别为6.4%和6.2%,经济增速进一步放缓,“L”型走势逐步显现,经济下行压力不减。贸易方面,中美贸易摩擦对出口的冲击效应逐步显现,贸易战短期内不可能有尘埃落定的结果;投资方面,虽然2019年以来基建投资增速企稳回升,但增速仍保持低位;消费方面,2019年以来国内消费低迷之势未有改观。综合来看,为提振经济至合理运行区间,基建补短板力度仍有待持续加大。为此,宏观经济政策、货币政策等仍延续2018年下半年以来的宽松态势,下半年宽松的融资政策仍将延续。中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,进一步拓宽基建项目资金来源,有利于加大基建补短板力度;此外,《通知》指出积极鼓励银行、保险公司等金融机构提供配套融资支持,并允许项目单位发行信用类债券融资,对参与重大项目建设的城投企业而言,是融资限制的进一步放松,有利于城投债发行规模的增长。

表1 2019年上半年城投企业信用等级或展望下调情况

类别	主体名称	调整前	调整后	调整原因
级别下调	楚雄州开发投资有限公司	AA-负面	A+负面	对其营业收入占比较大的并表二级子公司路桥股份控制力弱;利润总额持续为负;应收账款金额仍较大,资金回收时间依旧存在较大不确定性,由此导致的现金流不足将对公司债务偿付产生较大影响;担保规模大幅增长;筹资活动现金流净流出且授信使用完毕,公司面临很大短期偿债压力等。
展望下调	都江堰兴堰投资有限公司	AA稳定	AA负面	资产流动性较差,2019—2020年到期债务规模很大,集中偿付压力高;对外担保存在一定代偿风险,且公司因借款纠纷被列入失信被执行人。
列入评级观察	南京新港开发总公司	AA+	AA+	持有的南京高科股份有限公司全部股权被司法冻结,逾期担保贷款金额为33.06亿元等。
	韩城市城市投资(集团)有限公司	AA	AA	“方兴309号韩城城投集合资金信托”产品本息逾期兑付等。

资料来源:公开资料,联合评级整理

地方政府债务管理坚守不增加隐性债务的红线，推动存量隐性债务化解有助于城投企业债务压力的缓解。

对地方政府债务管理的基本原则仍是“疏堵结合”，把“开大前门”和“严堵后门”协调起来，严控地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路。从防风险的长远目光来看，不增加隐性债务的红线仍要牢牢守住。2019年以来，政府逐步推进隐性债务化解，并逐步展开试点工作，以低息贷款置换高息债务，长期债务置换短期债务，为城投企业缓解债务压力、降低融资成本、推进市场化转型等提供了很大空间。随着存量隐性债务化解工作的进一步开展，城投企业的债务周转压力将进一步缓解。

关注区域经济和财政实力下滑、债务集中到期、非标债务及或有负债规模大等可能影响城投企业信用水平的不利因素。

2019年以来，从城投债发行利率、利差及非标风险事件可见，在利率市场化改革、信用债逐步打破刚兑及城投企业与政府信用脱钩的过程中，城投企业信用水平分化是必然趋势。虽然在当前背景下，城投行业发生系统性风险的概率

仍不大，整体信用水平仍较稳定，但2018年以来陆续出现了国有平台非标产品延期兑付、逾期等风险事件，表现出所属地区偿债能力下降，城投企业从地方政府获得流动性支持的难度加大，加剧了城投企业信用风险的分化。此外，部分城投企业2019年下半年债券到期规模仍较大，需关注下半年城投债融资情况，是否能够保证短期内到期债务顺利周转。一般而言非标融资成本更高，部分资质较弱的城投企业在债券市场、银行等渠道融资受限往往会选择非标融资，导致非标债务占整体债务的比例较高，会加重企业财务成本和还本付息压力，更容易出现流动性风险并向债券市场蔓延。区域内城投企业之间互保现象仍十分常见，将在较长时间内持续存在，2018年以来暴露的风险事件中，不乏为其他企业提供担保而受拖累的城投企业，需加强关注对外担保规模大、担保比率高的城投企业面临的或有负债风险，尤其是存在大量对民营企业担保的城投企业。在经济下滑的背景下，中小型民营企业抗冲击、抗风险能力偏弱，更容易暴露风险，为中小型民营企业提供担保的城投企业受到拖累的风险更大。///

互联网银行信用研究

文 | 联合资信评估有限公司 金融部

一、互联网银行发展概况

民营银行

民营银行是由民间资本出资设立的银行，自2014年3月民营银行试点启动以来，截至目前，我国共有17家民营银行。民营银行根据其商业模式不同可分两类：第一类是以互联网平台、金融科技等手段作为账户开立、风险管理、业务流程构建的主要支撑，在线为客户提供存贷款、支付结算和资产管理等金融服务的互联网银行；第二类与传统银行类似，虽然也依托互联网

开展银行业务，但更多是以细分行业下的供应链金融等作为切入点开展对公信贷业务的非互联网银行。

互联网银行

互联网银行是由大型互联网公司参与设立的，依托II类电子账户、完全通过互联网渠道开展业务的银行，其在服务模式上不设立物理网点，主要基于互联网技术、数据和平台开展小微企业小额贷款业务和消费金融业务等金融服务。截至目前，我国共有9家互联网银行，其中民营互

联网银行8家、法人直销银行1家（中信百信银行）。

从股东背景来看，互联网银行均由互联网公司参股，但除中信百信银行外，其余8家互联网银行股东均为注册地所在省内的民营企业，且单一股东及其关联方的持股比例不超过30%；而中信百信银行由中信银行控股（持股比例70%）、百度参股（持股比例30%）。整体看，得益于互联网公司参股的股东背景，互联网银行在获客渠道、数据服务、业务协同、风险管理等方面均能够得到股东的资源和技术支持，且中信百信银行在中信银行的支持下，弥补了互联网银行缺乏银行经验的劣势。



二、互联网银行经营特点分析

从机构设置来看，由于监管机构不允许民营银行异地经营，且要求其只能设立总行营业部1个线下营业网点，互联网银行遵循“一行一店”的原则，在总行所在城市仅设立1家营业部，且不能跨区域经营。

从业务定位来看，互联网银行主营业务以存款、贷款以及支付、结算、清算等业务为主，通常以支付业务为切入点，发挥其技术优势，利用大数据开展贷款业务，存款业务在II类账户功能受限的影响下规模较小；服务对象主要为中小微企业、“三农”和个人消费者等传统银行难以覆盖的长尾客户群体。网商银行主要向淘宝商家、线下小微商户（码商-通过二维码从事商业活动，并以其作为经营基础的商家）以及农村客户提供以经营性贷款为主的金融服务，其主要产品包

括“网商贷”、“旺农贷”和“多收多贷”等。微众银行主要向未在传统银行获得过融资的长尾个人消费群体提供消费信贷业务，其主要产品包括“微粒贷”、“微车贷”和“微业贷”等。中间业务方面，网商银行为中小企业提供账户管理服务，通过“余利宝”将小商户的资金导向货币基金收取一定比例的手续费；微众银行与50家银行开展联合放贷的业务，微众银行负责提供客户、渠道、科技、数据分析支持和25%的贷款资金，并收取5%的手续费，贷款资金的75%由合作银行提供。

从获客渠道来看，互联网银行凭借其互联网股东的流量优势，具有大规模的基础用户和较低的获客成本。网商银行以阿里的电商生态为基础，向B端中小微企业提供融资服

表1 互联网银行概况

机构名称	地区	成立时间	注册资本(亿元)	业务特色	主要股东
深圳前海微众银行股份有限公司	深圳	2014.12	42	个人消费类	腾讯
浙江网商银行股份有限公司	浙江	2015.06	40	小微及三农类	蚂蚁金服
四川新网银行股份有限公司	四川	2016.12	30	个人消费类	新希望、小米
江苏苏宁银行股份有限公司	江苏	2017.06	40	个人消费类	苏宁云商
武汉众邦银行股份有限公司	湖北	2017.04	20	服务中小微、交易服务	卓尔控股
北京中关村银行股份有限公司	北京	2017.06	40	服务三创、科技金融	用友网络
吉林亿联银行股份有限公司	吉林	2017.05	20	个人消费类	中安金控、美团
福建华通银行股份有限公司	福建	2017.01	24	科技金融	永辉超市
中信百信银行股份有限公司	北京	2017.11	40	个人消费类	中信银行、百度

资料来源：公开资料，联合评级整理

务；微众银行依托微信和QQ两大流量入口，用“微粒贷”迅速抢占C端客户。

从风控手段来看，得益于互联网行业多年发展积累的大数据（社交数据、交易数据和行为数据），互联网银行构建了完善的评分模型和风控体系，使其贷款审批效率远高于传统银行，且能保持低于传统银行的不良贷款率。网商银行通过支付宝的收款码、线下小微商户的流水以及从相关电商积累的数据来了解小微商家的经营情况和行为，作为授信和风控的基础，同时，构建了包括10万项以上个指标体系、100多个预测模型和3000多种风控策略的风控体系，并建立了线上“310”贷款模式，即3分钟申贷、1秒钟放款、全程0人工介入。微众银行通过社交大数据和央行征信等传统银行信用数据相结合，运用大量指标构建多重评级模型，以快速识别客户的信用风险，并通过建立基于大数据技术的反欺诈体系、第三方电子存证管理和数据访问安全管控体系来加强风险管控。截至2018年末，微众银行和网商银行的不良贷款率分别为0.51%和1.3%。

从盈利能力来看，互联网银行的营业收入主要来源于息差收入和手续费收入。由于互联网银行客户群体以小微企业和利率敏感性较低的个人消费者为主，其净息差高于传统银行净息差水平；另一方面，联合放贷业务等中间业务的开展在降低自有资金占用的同时提高了自身盈利能力。2017年，微众银行和网商银行的净息差分别为7.02%和5.42%，明显高于传统银行。成本管控方面，互联网银行一方面节省了线下网点建设所需的租金和购置固定资产的资本性支出以及人工成本，另一方面，通过技术手段提升运营效率、降低运营成本。得益于强大的线上服务处理性能，网商银行贷款运营成本仅为2.3元，以电费和存储硬件费用为主，远低于传统银行。微众银行通过搭建基于安全可控技术的分布式银行系统架构，使其单户IT运维成本较同业降低90%。

三、互联网银行风险特点分析

主要客户群体抗风险能力较弱，未来信贷资产质量变化情况值得关注

由于互联网银行的客户以小微企业为主，而小微企业大多

具有财务报表不规范、信用记录不完整、抵押担保不足和经营周期短等特点，在当前宏观经济下行的背景下，小微企业经营风险加大，对互联网银行的信用风险管理带来一定压力，创新风控模式的有效性和成熟度有待进一步检验，未来信贷资产质量的变化情况值得关注。

存款基础薄弱，资金来源对同业负债依赖度高，负债渠道单一

互联网银行由于缺少线下物理网点仅能开设II类账户，其支取现金和转账等部分功能受限，导致互联网银行的吸储功能受到较大制约，存款基础较为薄弱。从负债结构看，互联网银行资金来源以股东存款和同业融资为主，客户存款占比较低，负债渠道较为单一。随着3年过渡期后，同业负债不能超过负债总额1/3等监管政策的逐步生效，互联网银行将面临较大的负债结构调整压力，加之互联网银行成立3年内难以通过发行金融债券融入资金，资金渠道将受到较大限制。

存贷比高，面临较大的流动性管理压力

由于互联网银行资产结构以贷款为主，而负债主要来源于同业借款，存款占比低，导致其存贷比远高于传统银行，带来了较大的流动性管理压力。

业务模式与风控体系更多依赖信息科技，科技的安全性与稳定性值得关注

互联网银行的业务开展模式和风险控制体系对信息科技依赖较大，且各类风控模型的准确性和数据的安全性直接影响资产质量，是导致信用风险甚至是系统性风险的重大诱因，信息科技的安全性、稳定性、可控性等相关风险值得关注。

表2 互联网银行和传统银行特点比较分析

	互联网银行	传统银行
机构设置	一行一店、无实体网点、成本低	线下网点众多、成本高
服务客户群体	定位于中小微企业、“三农”和个人消费者等长尾客户群	主要为大中型企业和信用背景较好的个人客户
获客渠道	线上	线下
业务范围	存、贷、汇等基本业务	包括但不限于存、贷、汇等基本业务
业务流程	线上审批、极速放款	审批时间长、放款较慢
风控手段	大数据征信	央行征信等传统征信为主
吸储能力	仅能开设II类账户、吸储能力较弱	吸储能力强
资金来源	以同业负债和股东存款为主	以存款为主
盈利能力	产品差异化定价、高市场化利率、净息差水平较高	净息差收敛趋势明显、存款立行

四、互联网银行信用特点分析

互联网银行相较于传统银行，普遍成立时间较短，注册资本集中在20~40亿，资本实力一般。

互联网银行均由互联网公司参股，股东能够在获客渠道、数据服务、业务协同和风险管理等方面为其提供资源和技术支持。

得益于大数据支持下完善的授信和风控体系以及贷款额度小而分散的特点，整体信贷资产质量优于传统银行，信用风

险水平较低。

得益于服务客户结构的特殊性，息差水平高于传统银行，盈利能力较强。

头部互联网银行得益于其股东强大的获客资源，业务规模增长迅速，且未来随着业务规模的快速增长，预计股东能够适时增资，其资本实力将得到较快提升，盈利水平随着业务的增长亦能得到较快的提升。

存款基础薄弱，资金来源对同业负债依赖度高，负债渠道相对单一。■

交通运输行业2019年半年报

文 | 联合信用评级有限公司 工商三部

一、2019年上半年交通运输行业运行状况回顾

公路行业

受高铁分流作用影响，公路客运量持续下滑；公路货运量持续增长，但增速呈下滑态势

2019年1—6月份，我国公路客运量累计652673.00万人次，较上年同期下降4.90%。从近年趋势看，由于高铁、航空等分流作用，公路客运量呈持续下滑态势。随着全国高铁路网扩大，预计未来公路客流量受高铁影响仍将持续下滑，但影响幅度会逐步收窄。

货运方面，受快递等运输需求保持高位的影响，公路货运表现较好，2019年1—6月我国公路累计货运量1900799.00万吨，较上年同期增长5.00%。在“公转铁”等政策的影响下，公路货运量同比增速呈下滑态势，未来或将延续下滑趋势。

铁路行业

高铁运力释放等因素带动下，铁路客运持续向好；铁路货运量持续增长，但增速有所下滑

客运方面，在出行需求增长和高铁动车组运力释放等因

素带动下，2019年上半年我国铁路客运持续向好。2019年1—6月，我国铁路累计客运量为177386.00万人次，较上年同期增长9.60%。上半年各月，我国铁路累计客运量同比增速均高于上年同期水平。2019年1—6月，我国铁路旅客周转量为7201.30亿人公里，较上年同期增长4.80%，增速较上年同期提高0.70个百分点。

货运方面，2019年1—6月，我国铁路累计货运量206491.00万吨，较上年同期增长5.50%，增速较上年同期下降2.20个百分点。上半年各月，我国铁路累计货运量同比增速均低于上年同期水平。2019年1—6月，我国铁路累计货运周转量为14391.66亿吨公里，较上年同期增长3.70%，增速较上年同期下降1.80个百分点。随着煤炭等大宗货物运输需求平稳下行，我国铁路货运量增速趋缓。2019年上半年，铁路货运量及周转量增速较上年同期大幅回落。

在基础设施补短板的推动下，铁路固定资产投资保持高位

2019年1—5月，我国铁路固定资产累计投资2244.17亿元，较上年同期增长12.60%。2019年1—5月，铁路固定资产累计投资较上年同期增速均维持在两位数以上，主要系基建补短板等政策推动下，铁路固定资产投资保持较高增速所致。年初的

政府工作报告中指出,2019年铁路固定资产投资目标为8000亿元。中国铁路总公司工作会议提出,2019年的工作目标是铁路固定资产投资保持强度规模,确保投产新线6800公里,其中高铁3200公里(2018年投产新线4683公里,其中高铁4100公里)。按照年初目标计划,下半年铁路固定资产投资仍有望保持增长态势,投资规模或超预期。

港口行业

全国港口货物吞吐量增长情况整体好于去年同期,集装箱吞吐量增速同比有所下滑

2019年1—6月,全国主要港口货物吞吐量累计值为671301.00万吨,累计同比增长7.30%;全国主要港口集装箱吞吐量为12699.00万标准箱,累计同比增长5.10%。2019年以来,全国港口货物吞吐量增长情况整体好于去年同期,其中长三角区域内河港口在长三角一体化进程中,内河网得到进一步交互完善,在更紧密深入的协同发展下进步迅速,此外部分港口通过调整港口资源配置焕发了港口企业新的增长活力,通过运用数字技术加速智慧港口建设、提高生产效率。受中美贸易战持续影响,集装箱吞吐量增速同比有所下滑。

航空行业

受益于经济平稳增长和居民收入增长等因素,航空运输业需求旺盛

2019年上半年,我国国内生产总值(GDP)450933亿元,较上年同期增长6.3%。全国居民人均可支配收入15294元,较上年同期名义增长8.8%,扣除价格因素,实际增长6.5%;全国居民人均消费支出10330元,较上年同期名义增长7.5%,

扣除价格因素,实际增长5.2%。人均可支配收入的增加、购买力的提高和消费结构的升级带动高端出行需求的增长,2019年1—5月,我国民航总周转量和旅客周转量分别为522.20亿吨公里和4765.18亿人公里,较上年同期分别增长7.40%(上年增速为13.40%)和9.90%(上年增速为14.30%),增速有所下滑。

二、2019年上半年交通运输行业债券市场回顾与分析

债券发行情况

2019年上半年,交通运输行业债券发行数量大幅增长,由于铁路运输类债券发行规模大幅减少使得交通运输行业发行规模有所下降,债券发行仍以高级别发行人为主,发行利率较上年同期有所下浮

2019年上半年,交通运输行业共发行债券201只,较上年同期增加75只,主要来自航空运输行业债券发行数量的增加,除铁路运输类债券较上年同期减少19只,其他子行业债券发行数量较上年同期均有所增加。交通运输行业债券合计发行金额为2151.20亿元,较上年同期下降32.96%。

从发行主体来看,共有67家主体,其中AAA级别的主体40家,AA+级别的主体17家,AA级别的主体10家。债券发行仍以高级别发行人为主。

从债券类别来看,共有超短期融资债券108只(发行规模996.80亿元),一般短期融资券9只(发行规模92.50亿元),定向债务融资工具16只(发行规模85.00亿元),一般中期票据26只(发行规模315.30亿元),一般公司债18只(发行规模288.60亿

表1 2019年上半年交通运输行业债券发行数量及金额

交通运输行业主要子行业	发行数量(只)	较上年同期增加(只)	发行金额(亿元)	较上年同期增(%)
港口	46	9	379.50	32.23
高速	49	24	424.60	75.67
航空运输	59	42	709.10	380.75
铁路运输	17	-19	345.00	-85.96
航运	23	18	225.00	389.13
机场	7	1	68.00	134.48
合计	209	75	2151.20	-32.96

资料来源:数据来源于Wind债券数据库,选自申万行业-SW交通运输,剔除公交和物流子类,联合评级整理

元), 私募债17只(发行规模211.00亿元), 一般企业债6只(发行规模112.00亿元), 可转债1只(发行规模50.00亿元)。

从发行利率来看, 主体级别为AAA的债券136只, 剔除可转债, 发行利率区间为2.25%~7.00%; 主体级别为AA+的债券48只, 发行利率区间为3.20%~7.30%; 主体级别为AA的债券17只, 发行利率区间为3.45%~7.80%; 各别发行利率区间下限较去年同期均有所下降。

2019年三季度到期债券情况

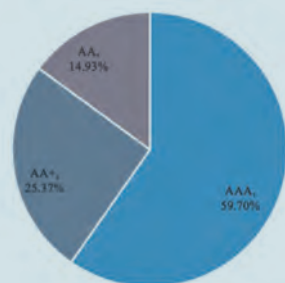
2019年三季度, 面临债券到期及行权的发行人以国有背景为主, 行业整体现金到期债务比表现良好

债券到期情况方面, 2019年三季度交通运输行业将有75只债券到期, 到期总金额为674.20亿元。其中, 主体级别为AAA的债券到期金额占66.30%, 主体级别为AA+的债券到期金额占24.92%, 主体级别为AA的债券到期金额占8.34%, 主体级别为AA-的债券(为“14茂名港MTN002”, 债项级别为AAA)到期

金额占0.44%。到期债券的发行主体共41家, 以国有背景企业为主。从短期偿债指标来看, 截至2018年底, 除武汉地铁集团有限公司(以下简称“武汉地铁”)现金到期债务比(经营性现金流量净额/短期债务)为-227.02%, 其他发行主体现金到期债务比均为正。

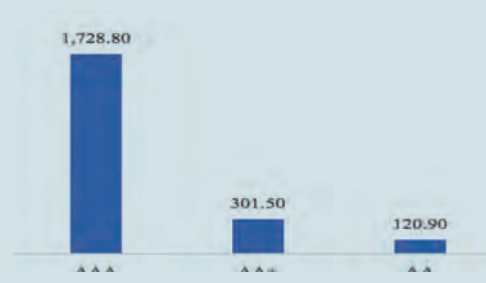
债券回售情况方面, 2019年三季度交通运输行业可能面临行权(发行人赎回选择权)的债券有11只, 回售总金额为224.00亿元。其中, 主体级别为AAA的债券金额占95.54%, 主体级别为AA+的债券金额占4.46%。可能面临回售债券的发行主体共5家, 均为国有企业。从短期偿债指标来看, 现金到期债务比为负的发行人广州地铁集团有限公司(以下简称“广州地铁”)和武汉地铁(主体级别均为AAA), 涉及的到期债券有6只。广州地铁作为广州市地铁建设、运营主体, 获得广州市政府的支持力度大, 同时广州市极强的经济实力, 地铁线路运营良好及业务多元化等对其债务偿付提供了有力保障。武汉地铁作为武汉市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体, 得到了武汉

图1 交通运输行业发债主体级别分布



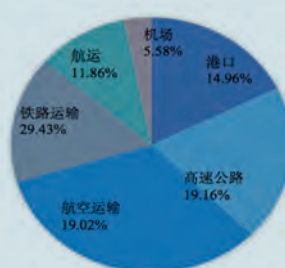
资料来源: Wind, 联合评级整理

图2 交通运输行业主要级别发行规模(亿元)



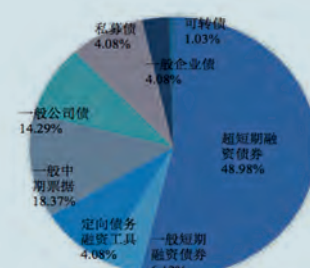
资料来源: Wind, 联合评级整理

图3 交通运输行业子行业发债金额占比



资料来源: Wind, 联合评级整理

图4 交通运输行业各类债券发行只数占比



资料来源: Wind, 联合评级整理

市政府在政策和资金上的大力支持，同时持续增长的客流量和票款收入为其债务偿付提供保障。因此对发行人短期偿债能力的分析还需关注企业特性进行综合分析。

企业信用评级变动情况

(1) 企业主体评级迁移情况

2019年上半年，交通运输行业主体级别向上迁移12家，明显多于去年同期，迁移区间均为一个子级

根据选自申万行业-SW交通运输的数据，2019年上半年，交通运输行业主体级别向上迁移的主体6家，无向下迁移的主体（如下表所示）。从调整跨度看，6家主体的级别变动均仅调整一个子级。从迁移率看，截至2019年6月底的主体为129家，级别向上迁移的为6家（去年同期仅为2家），向上迁移率为4.65%。

此外，在上表选自申万行业-SW交通运输的数据之外，河北建投交通投资有限责任公司、广西交通投资集团有限公司、广东省公路建设有限公司等6家交通运输行业的公司主体级别调升，评级变动亦仅调整1个子级。

(2) 企业主体级别调整情况及原因分析

2019年上半年，评级上调最多的子行业为公路行业，评级上调的原因主要为区域地位提升、获得外部支持力度大、当地经济和财政实力增强、公司资本实力、经营规模和盈利能力提升等

2019年上半年，交通运输行业级别调升的主体共12家。从

调升级别看，由AA+调整为AAA的8家，由AA调整为AA+的4家；展望调升的1家，由稳定调整为正面。从上调的子行业看，港口行业上调3家，公路行业上调6家，铁路行业上调3家。从各评级机构上调级别的原因看，主要为区域地位提升、获得外部支持力度大、区域经济和财政实力增强、资本实力、经营规模和盈利能力提升等。

三、2019年下半年交通运输行业信用风险展望

公路行业

受高铁分流持续影响，预计下半年客运量增速持续放缓；货运量持续受“公转铁”影响预计下半年增速仍下降。高速公路发债企业一般是省级集团，政府支持较强，但需关注部分单一路产企业资金流动性以及未来投资计划

受全国高铁路网逐渐完善以及铁路部门持续优化客运产品供给，高铁分流作用仍直接影响公路客运量，但自驾游占比提升或将提升公路出行需求，预计下半年公路客运量增速会有所放缓。货运方面，“公转铁”政策以及超载超限治理持续推动影响下，预计下半年货运量增速仍将下滑。企业层面，高速公路发债企业一般为省级集团，项目投资规模大、回报周期长且带有较强的公益性，需关注所辖路产规模小以及短期债务压力较重的企业其融资渠道是否畅通，此外需关注规模小的高速公路企业后续投资集中带来的债务迅速扩张。

铁路行业

随着路网完善以及运力释放，客运将持续增长；受益于“公转铁”推进以及运输结构调整，货运增长空间巨大

高铁路网的完善贯通和运力逐渐释放，加之高铁较高的准点率以及高铁提速等因素，预计下半年整体客运量持续增长。货运方面，随着中国铁路总公司将实施《2018—2020货运增量行动方案》以及国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出调整优化运输结构，增加铁路运输占比，“公转铁”力度不断升级。预计下半年货运量有望高速增长。中国铁路总公司陆续出台一系列改革措施，铁路将在上市、资产证券化、运价改革、服务市场化、土地综合开发等各项改革持续推进，铁路未来的发展及效益仍有待验证。

表2 2019年上半年交通运输行业主体信用等级迁移分布

2018年底 \ 019年6月底	AAA	AA+	AA	AA-	A+	C	合计
AAA	45						45
AA+	3	34					37
AA		3	38				41
AA-				1			1
A+					1		1
C						1	1
	3						3
合计	51	37	38	1	1	1	129

注：1.主体信用等级迁移矩阵以2018年底交通运输行业的存量债券为研究基础，分析其主体在2019年上半年的级别迁移情况；2.债券选择标准为非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券、可交换债券）；3.上图不含展望调整资料来源：研究基础数据来源于Wind债券数据库，选自申万行业-SW交通运输，剔除公交和物流子类，联合评级整理

港口行业

2019年下半年,在国际形势复杂严峻、国内经济面临下行压力的背景下,港口行业所面临的内外贸环境整体不容乐观,后期港口运行增速可能承压

中美贸易摩擦影响下,中国进出口受到影响。受中美互相增加关税影响,进出口商为规避关税重压,尤其是2018年三季度,普遍实施“抢运”策略,港口“抢运”导致2018年三季度中国对美进出口数据高增。但随着调整关税的实施以及贸易局势的变化,“抢运”浪潮已过。2019年下半年,在国际形势复杂严峻、国内经济仍面临下行压力的背景下,港口行业运行情况可能承压。

航空业

民航供给侧改革持续,航班供给仍然偏紧。因私出行或将带动航空需求回暖,票价政策逐步实施,航空公司打开票价成长空间。企业层面,需关注汇率走势的不明朗以及新的租赁政策对航空公司盈利能力影响,同时民企航空公司面临更严苛的融资环境

民航局仍延续2017年东航季开始对航班时刻运行总量

控制和航班结构调整的管理原则,但针对繁忙机场放开了夜航加班试点,航班供应仍然偏紧,但航司飞机利用率将有所提高,预计下半年航空公司准点率压力仍将存在。受波音737MAX机型停飞以及春运提前影响,上半年运力投放偏紧,预计下半年航空公司运力投放将加速。需求方面,上半年受国内短期宏观经济承压影响,航空需求增速下降,随着暑假旺季来临,预计下半年因私出行或将带动行业需求回暖。票价方面,2018年1月民航局公布票价市场化改革政策,航空票价市场化定价政策逐步放开,已有累计超过1000条航线纳入调价范围,航空公司票价成长空间明显打开,同时随着严控总量的管理原则带来的供需矛盾使得航线票价水平提升。盈利方面,受益于民航发展基金征收标准降低一半影响,预计下半年航空公司盈利将大幅提升。企业层面,全球经济增长预期的下调、中美贸易摩擦、美国原油产量与库存增长等因素对油价形成施压,预计下半年航空公司航油成本压力减弱。人民币兑美元汇率走势明朗以及实施新的租赁会计准则,需关注上述因素对航空公司盈利空间的挤压。融资环境方面,随着投资机构对民企投资趋于谨慎,民营航空企业将面临更加苛刻的融资环境。//



2019年二季度债券市场发展报告

——主要信用债发行量同比大幅增加，违约处置手段更加丰富多元

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 董欣焱 夏妍妍

一、债券市场环境

鼓励金融、养老、扶贫等领域债券扩容，支持中小、民营企业债券融资

鼓励金融机构发行债券。5月7日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布《保险公司偿付能力监管规则——问题解答第2号：无固定期限资本债券》，明确了银行发行的无固定期限资本债券的风险因子¹，该风险因子低于大部分保险资金投资品种的基础因子，使得保险公司为此需要提取的最低资本要求相对较低。这有利于增强保险公司对银行无固定期限资本债券的配置需求，推动银行永续债券的发行。6月，中国人民银行（以下简称“央行”）批量上调了多家头部券商短期融资券余额上限，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）也对部分头部券商发行金融债进行了松绑，券商通过债券融资得到有力支持，其债券发行量有望增加。

鼓励养老、绿色、扶贫等领域债券扩容。4月16日，国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展的意见》，鼓励企业发行可续期债券，用于养老机构等投资回收期较长的项目建设，允许以项目未来收益权质押担保以及以建设用地使用权抵押担保方式为债券提供增信，同时探索发行项目收益票据、项目收益债券支持养老服务产业项目的建设和经营。此举有利于拓宽养老服务债券融资渠道。5月13日，央行发布《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务

融资工具的通知》，支持试验区内企业注册发行绿色债务融资工具，探索扩大绿色债务融资工具募集资金用途，鼓励试验区内企业发行与各类环境权益挂钩的结构性债务融资工具、以绿色项目产生的现金流为支持的绿色资产支持票据等创新产品，交易商协会为试验区内企业发行绿色债务融资工具开辟绿色通道。诸多举措将有力支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具。6月6日，交易商协会发布《非金融企业扶贫票据业务指引》《非金融企业扶贫票据信息披露表》，从募集资金用途、信息披露要求等方面对非金融企业发行扶贫票据行为进行了规范，同时提出支持企业开展扶贫票据结构创新，鼓励企业发行与精准扶贫项目效益挂钩的债务融资工具、扶贫资产支持票据等创新产品，这有助于推动非金融企业扶贫票据的发行。

继续支持中小、民营等企业通过债券市场融资。4月8日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求进一步完善债券发行机制，使用信用风险缓释凭证等债券融资支持工具支持民营企业债券融资，大力发展高收益债券、私募债、双创专项债务融资工具等产品，并推进创新创业公司债券试点，完善创新创业可转债转股机制，研究允许挂牌企业发行可转换公司债等。5月7日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、工业和信息化部、财政部和中国人民银行联合发布《关于做好2019年降成本重点工作的通知》，要求推动债券品种创新，扩大优质企业债券发行规模，积极支持符合条件的企业扩大直接融资。

¹ 政策性银行和国有控股大型商业银行的基础风险因子为 0.20，全国性股份制商业银行的基础风险因子为 0.23。

上述举措有利于推动相关债券发行的增加,拓宽中小、民营企业等的融资渠道。

完善债市相关体制机制,完善第三方机构管理和处罚

完善债市相关体制机制。一是推动债券市场进一步互联互通。5月20日,央行、证监会联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》,推出以跨市场债券品种为投资标的,可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金,此举有助于推动债券市场进一步互联互通。二是完善境外机构债券发行、保险资产支持计划发行管理机制。4月11日,财政部发布《境外会计师事务所从事全国银行间债券市场境外机构债券发行相关财务报告审计业务报备暂行办法》,进一步完善境外会计师事务所审计熊猫债报备流程的制度安排。6月26日,银保监会发布《资产支持计划注册有关事项的通知》,对保险资产管理机构发起设立支持计划实行“初次申报核准、后续产品注册”的注册制管理。此举有利于提高保险资产支持计划发行效率,推动保险资产支持计划发行。三是规范资产证券化业务。6月24日,基金业协会发布《政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化业务尽职调查工作细则》《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》,对资产证券化业务的尽职调查工作进行了明确和细化。此举有利于资产证券化业务的规范化发展。四是明确永续债税收政策。4月16日,财政部与税务总局发布《关于永续债企业所得税政策问题的公告》,明确了企业发行永续债的股息、红利、债券利息企业所得税政策及适用标准,此举有利于永续债的规范化发展。

加强中介机构管理和处罚。5月8日,上海证监局因资产证券化项目管理人未对相关资产支持专项计划原始权益人与基础资产相关的业务情况、现金流状况进行全面的尽职调查,导致相关专项计划出现重大风险,对机构和个人下达“双罚”决定,在管理人为期六个月的整改期间暂停办理其资产支持专项计划备案,并对其时任总经理出具了警示函,对相关业务加强监管和处罚也有利于市场参与方尽职尽责,防范风险的发生。5月10日,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务信息披露规则》,从基

础信息披露、信用评级结果及质量统计情况披露、专项信息披露、自律管理与处分等方面进一步规范信用评级机构的信息披露行为,明确处分措施。此举有助于提高信用评级业务透明度以及我国债券市场健康发展。6月19日,银保监会发布《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》,要求投资于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托应进行外部信用评级,且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级的信用级别,并明确对投资涉及的信用评级机构等定期开展评估,对未能尽职履责且情节严重的列入行业警示名单,对评级机构的履职行为约束有所加强。

加快地方政府债券发行进度,持续加强地方政府债券风险管控

加快地方债发行进度。4月30日,财政部发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》,要求合理把握地方债券发行节奏,切实加快发行进度,2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行,争取在9月底前完成全年新增债券发行,同时要求进一步提升地方债发行定价市场化水平、完善地方债券信息披露等。此举有利于进一步完善地方债发行制度,同时推动二、三季度地方债的发行。6月10日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,鼓励和引导银行、保险机构为专项债券项目提供融资支持,并明确提出专项债重点支持京津冀协同发展、“一带一路”建设等重大战略以及推进棚户区改造、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保等重大项目建设。此举有利于扩大专项债使用范围、推动专项债发行的增加。

持续加强地方债务风险管控。6月13日,发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》,明确地方国有企业作为独立法人承担外债偿还责任,禁止地方政府及其部门直接或承诺以财政资金偿还地方国有企业外债,不得为地方国有企业发行外债提供担保。6月21日,财政部、自然资源部联合印发《土地储备项目预算管理办法(试行)》,试点在土地储备领域按项目实行全生命周期预算管理,提出专项债券发行规模不得超过项目预期土地出让收入的70%等要求,进一步健全土地储备专项债券项目控制机

制,有效防控专项债务风险。上述举措表明监管层持续加强地方债风险管控的坚定决心。

债券违约事件持续发生, 违约处置方式更加丰富

债券违约事件持续发生。本季度,我国公募债券市场新增违约发行人4家,涉及违约债券5只,违约金额合计21.31亿元,较上季度和上年同期均有所减少。另有10家之前已发生违约的发行人再次未能按时偿付所发债券的利息或本金,涉及违约债券共计12只,违约金额合计63.87亿元。本季度,新增违约发行人仍主要为民营企业,大多存在激进扩张问题,在外部融资压力较大背景下自身经营管理不善最终导致无力偿还到期债务。

完善市场信用风险分散机制。4月4日,深交所正式发布《深圳证券交易所信用保护工具业务指引》《深圳证券交易所信用保护工具业务指南第1号——信用保护合约》,从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后续处理机制、信息披露、风险控制等方面进一步细化规范信用保护工具业务。这有助于促进相关业务常态化开展,助力债券发行。5月15日,银保监会发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》,允许保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务对冲风险。这有利于完善市场信用风险分散和分担机制。

丰富违约处置方式。4月9日,北京金融资产交易所推出以动态报价机制为核心的到期违约债券转让业务,提高违约债券处置效率,为无意参与债券重组的投资者提供了退出通道。5月,沪交所债券担保品处置平台²业务正式落地,并顺利完成首笔交易,该业务有利于迅速实现担保权益,提升违约处置效率。5月24日,沪深交易所联合中国结算发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事

项的通知》,为特定债券³以及兑付存在重大不确定性且发行人或受托管理人发布公告明确提示风险的债券、存在不能按约定分配收益等情形的资产支持证券提供转让服务,进一步丰富违约处置方式。6月17日,全国银行间同业拆借中心、中央结算公司和上海清算所均发布了与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则,明确了违约处置的范围、方式和流程,明确债权方可提出处置申请,从而更有利于保障债权方的权益以及交易对手违约处置效率的提高,也有利于避免流动性风险进一步扩散,维护债券市场稳定发展。

二、债券产品发行利率

本季度,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,通过逆回购、MLF、TMLF⁴以及国库定存、央行票据等工具合理安排工具搭配和操作节奏,并于5月15日开始对聚焦当地、服务县域的中小银行实施定向降准⁵,维持了资金面的松紧适度。在此背景下,本季度,市场资金面整体较为稳定,利率水平略有上升。

本季度,一年期贷款基准利率维持在2015年四季度以来的4.35%的水平;银行间固定利率国债一年期到期收益率在本季度呈小幅波动上行趋势,本季度的平均水平(2.65%)较上季度(2.40%)略有上升,较上年同期(3.13%)有所下降。本季度,一年期短融的平均发行利率(4.35%)较上季度(4.31%)变化不大,较上年同期(5.59%)有所下降,大部分AAA级主体所发一年期短融的发行利率低于一年期贷款基准利率。

本季度,三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在2015年四季度以来的4.75%、4.75%和4.90%的水平;交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率在本季度呈小幅波动上行趋势。本季度,交易所三年

²该平台主要用于质押式回购、协议回购、三方回购等业务中,当出质人不能履约的情况下,为债权人提供对交易合同项下所质押债券担保品的快速处置服务。

³主要指在沪深交易所上市或挂牌,但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券。

⁴2018年12月19日,央行决定创设TMLF,根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况,向其提供长期稳定资金来源。

⁵对仅在本县级行政区域内经营,或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行与农村信用社同档次的存款准备金率,该档次目前为8%。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策,释放长期资金约2800亿元,全部用于发放民营和小微企业贷款。



期国债、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为2.96%、3.13%和3.33%，较上季度（2.73%、2.97%和3.11%）均略有上升，较上年同期（3.32%、3.43%和3.63%）均有所下降。三年期公司债、五年期中期票据的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所（固定利率）国债到期收益率的走势大致相同，两者均值分别为4.61%和4.80%，较上季度（4.53%和4.58%）均略有上升，较上年同期（5.44%、5.54%）有所下降，大部分AAA级三年期公司债和五年期中期票据的发行利率低于相应期间的贷款基准利率。七年期企业债的平均发行利率为6.94%，较上季度（7.32%）和上年同期（6.98%）均有所下降，绝大部分七年期企业债的发行利率高于七年期贷款基准利率。

三、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券10.36万亿元，发行期数和发行规模环比均有所增长，同比变化不一。其中，银行间债券市场新发债券9.29万亿元，在债券市场发行总量中的比重为89.66%，仍是我国债券主要发行场所。本季度，证券公司短期融资券、资产支持证券、非金融企业资产支持票据以及公司债⁶的发行期数和发行规模环比、同比均有明显增加，主要与监管层上调部分券商短融余额上限、“资管新规”实施背景下金融机构投资者对资产证券化产品需求增加以及公司债发行条件边际放松⁷有关；受市场利率小幅上行影响，企业债券、中期票据、短融⁸的发行期数和发行规模环比均有所减少。截

⁶ 含私募债，以下不加特殊说明均不含私募债。

⁷ 3月，沪深交易所窗口指导放松城投公司发行公司债的申报条件，对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比50%的上限限制，但不允许配套补流。

⁸ 不加特殊说明均表示一般短期融资券，以下同。

表1 2019年一季度非金融企业发行债券情况

券种类别	2018年二季度发行情况		2019年一季度发行情况		2019年二季度发行情况		2019年二季度末存量情况	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债	261	20482.29	344	15232.06	346	22624.66	4826	352307.91
国债	35	8568.60	21	2554.70	36	8395.20	262	151340.67
地方政府债	226	11913.69	323	12677.36	310	14229.46	4564	200967.24
金融债	145	6886.08	145	10514.30	140	8558.20	1261	197727.58
政策性银行债	86	4704.38	85	6671.30	83	4798.20	297	148025.03
商业银行债券	43	1407.70	43	3117.00	39	3066.00	744	41367.02
非银行金融机构债券	16	774.00	17	726.00	18	693.50	220	8335.53
政府支持机构债券	16	1460.00	6	420.00	10	800.00	150	16095.00
企业债券	64	574.20	104	842.39	93	740.5	2580	24361.00
一般企业债	57	542.00	99	793.19	86	687.00	2456	23426.80
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	7	61.10
项目收益债	7	32.20	5	49.20	7	53.50	117	873.10
中期票据	331	3647.10	412	5228.30	376	3926.30	4729	61069.54
短期融资券	662	7180.50	899	9390.40	762	7770.40	2242	22218.20
一般短期融资券	89	858.00	128	1172.50	112	965.70	487	5376.40
超级短期融资券	573	6322.50	771	8217.90	650	6804.70	1755	16841.80
证券公司短期融资券	11	300.00	19	470.00	38	919.00	38	919.00
资产支持证券(银行间)	96	2107.37	65	1238.42	148	2329.38	854	11464.29
资产支持证券(交易所)	446	2372.20	499	2000.63	647	2520.48	4382	15391.47
非金融企业资产支持票据	41	255.34	135	518.91	182	687.64	628	2478.36
非公开定向债务融资工具	172	1259.00	273	1961.02	217	1365.40	2609	19995.32
公司债	370	3842.27	393	4318.16	567	6192.81	5714	62375.06
一般公司债	201	2426.83	168	2188.44	212	2620.80	2810	35407.25
私募债	169	1415.44	225	2129.72	355	3572.01	2904	26967.81
证券公司债	73	1685.60	56	1417.00	48	1323.80	600	13945.12
可转债	12	74.26	39	1242.80	31	303.61	219	3154.25
可交换债	5	67.02	8	180.70	15	373.32	149	2357.05
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	22	107.60
同业存单	6775	56168.80	5607	40481.50	6836	43078.60	14198	99799.40
国际机构债	0	0.00	3	50.00	4	65.00	18	309.60
SDR债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5(ZSDR)
合计	9480	108362.02	9007	95506.59	10460	103578.60	45219	906075.80

注：1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债
 2. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券
 3. “公司债”不包含证券公司债券
 4. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券
 5. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券
 6. 由于私募债券尚无权披露口径，部分私募债券缺少发行信息，本表统计口径为Wind中截至2019年7月1日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整
 7. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债等债券统计中
 8. 合计中不包含SDR债券

资料来源：联合资信COS系统、Wind、中国债券信息网、上海清算所

表2 2019年二季度非金融企业发行债券情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	本季度(期)	环比(%)	同比(%)	本季度(家)	环比(%)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)	同比(%)
超短融	650	-15.69	13.44	366	-12.23	12.96	6804.70	-17.20	7.63	10.47	-1.78	-5.12
短融	112	-12.50	25.84	97	-11.82	29.33	965.70	-17.64	12.55	8.62	-5.87	-10.56
中期票据	376	-7.84	13.60	310	-5.49	18.32	3926.30	-20.81	7.66	10.44	-14.07	-5.23
企业债	93	-10.58	45.31	90	-9.09	42.86	740.60	-12.08	28.98	7.96	-1.68	-11.24
公司债	567	44.27	53.24	449	47.70	57.54	6192.81	45.38	61.18	10.92	0.77	5.18
一般公司债	212	26.19	5.47	156	24.80	-1.89	2620.80	19.76	7.99	12.36	-5.10	2.39
私募债	355	57.78	110.06	297	60.54	125.00	3572.01	67.72	152.36	10.06	6.30	20.14
合计	1798	-0.33	26.00	1069	7.11	29.42	18630.11	-4.22	22.21	10.36	-3.90	-3.01

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计

资料来源：联合资信COS系统

至2019年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到90.61万亿元，较上季度末增加2.56%。

非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比大幅增加

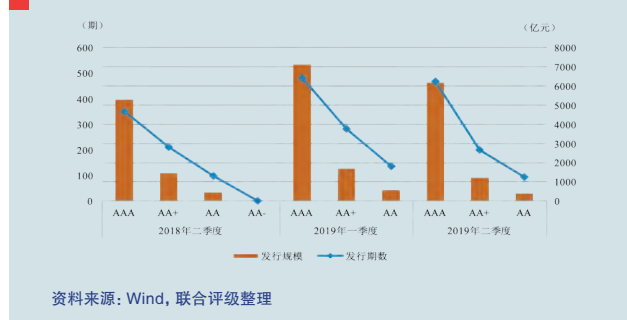
本季度，非金融企业所发债券⁹的发行家数、发行期数和发行规模分别为1069家、1798期和18630.11亿元，与上季度相比，发行家数增加了7.11%、发行期数和发行规模均有所减少，与上年同期相比，发行家数、发行期数和发行规模均增长25%左右。发行量环比与同比情况有所不同主要受市场利率水平变化影响，2018年央行通过实施定向降准、灵活开展公开市场操作等措施保证流动性的合理充裕，市场利率呈波动下行走势，今年以来市场资金面较为稳定，本季度市场利率水平整体较上年同期有所下降、较上季度略有上升。平均发行规模为10.36亿元，环比和同比均减少3.5个百分点左右。

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

本季度，短融和超短融发行主体的信用等级分布在AAA级至AA级，无AA-级主体发行短融和超短融。

从发行期数来看，AAA级主体所发短融和超短融的期数仍最多，且在短融和超短融总发行期数中的占比为61.42%，

图1 2019年二季度短融发行主体信用等级分布情况



环比和同比均增加约8个百分点；AA+级主体所发短融和超短融的期数占比为26.25%，环比和同比均下降约5个百分点；AA级主体所发短融和超短融的期数占比为12.34%，环比和同比均下降约3个百分点。短融和超短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，AAA级主体所发短融和超短融仍是发行规模最多的主体级别，占比为79.37%，环比和同比均增加了4个百分点左右；AA+级主体和AA级主体所发短融和超短融发行规模占比分别为15.60%和5.03%，环比和同比均有不同程度下降。短融和超短融的发行规模呈现向AAA级集中趋势。

⁹ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部、中国铁路总公司及中央汇金公司发行的债券。

整体来看，短融和超短融发行主体的信用等级呈现向AAA级集中趋势。

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布仍在AAA级至AA级。

从发行期数来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行期数仍最多，且在总发行期数中的占比为55.80%，环比和同比均有所上升；其次为非金融企业所发AA+级中票、企业债、公司债，其发行期数在总发行期数中的占比为27.90%，环比和同比均变化不大；非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比为16.30%，环比和同比均有所下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数仍集中于AA+级(含)以上。

从发行规模来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行规模仍远高于其它级别，在总发行规模中的占比为70.66%，环比和同比均变化不大；非金融企业所发

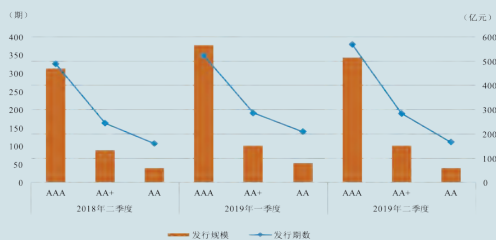
AA+级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比为20.97%，环比和同比均略有增加；非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比为8.37%，环比和同比均略有下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模仍集中于AA+级(含)以上。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级仍集中于AA+级(含)以上。

3. 债券发行主体企业性质分布变化不大

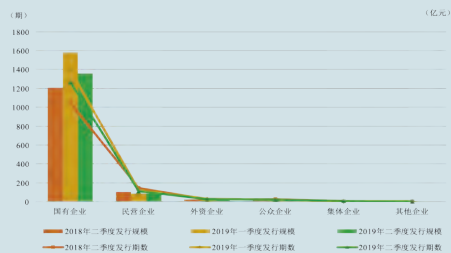
从发行主体的所有制性质来看，本季度，国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，其所发债券的期数和规模分别为1266期、13618.63亿元，在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为88.10%和90.70%，环比和同比均变化不大；民营企业所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为7.65%和5.69%，环比和同比均变化不大。外资

图2 2019年二季度非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况



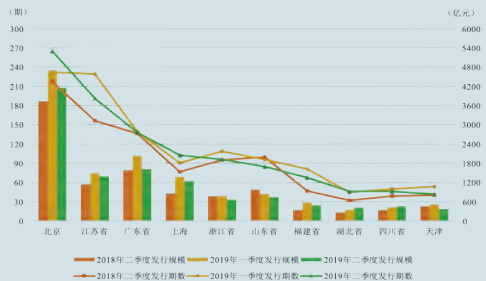
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入
资料来源：联合资信COS系统

图3 2019年二季度短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况



注：以2019年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

图4 2019年二季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



注：以2019年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

图5 2019年二季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



注：1.按照Wind四级行业划分
2.以2019年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

企业、公众企业、集体企业和其它企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

4. 债券发行地区集中度保持相对稳定

本季度，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模仍均位列前三位，其中北京非金融企业所发债券的发行期数和发行规模仍均位居第一，分别为265期、4151.73亿元，发行优势仍然显著。非金融企业发行债券期数前十位的地区中，与上季度相比，只有湖北非金融企业所发债券期数和规模均有所增加，天津非金融企业所发债券期数和规模降幅均在20%以上；与上年同期相比，大部分地区非金融企业所发债券期数和规模明显增加，其中上海、福建、湖北非金融企业所发债券期数和规模增幅均超过30%，且湖北替代安徽跻身本季度发行期数前十地区。从发行地区集中度来看，本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（74.84%、77.00%）环比略有上升、同比基本持平，债券发行的地区集中度保持相对稳定，依旧主要来自于经济较为发达地区。

5. 债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度，建筑与工程¹⁰、电力、多领域控股、房地产开发企业所发债券的发行期数和发行规模仍均位居前四位，其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和发行规模分别为272期、2170.20亿元，仍位居首位。非金融企业发行债券期数前十位的行业中，与上季度相比，只有电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均有所上升，房地产开发、钢铁、贸易公司与工业品经销商行业发行期数和发行规模降幅均在20%以上；与上年同期相比，航空行业发行期数和发行规模增幅均在70%以上，且替代海港与服务行业跻身本季度发行期数排名前十，建筑与工程、电力、多领域控股、房地产开发、公路与铁路行业企业所发债券期数和规模均有所上升，煤炭与消费燃料、钢铁和建材行业企业债券发行量均有明显减少。

从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模中的占比（55.86%、58.22%）环比变化不大、同比均有所上升，行业集中度总体保持相对稳定。

6. 担保债券具有略高的风险溢价要求

本季度，共有87期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为525.51亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和总发行规模的6.03%和3.49%，占比环比和同比均变化不大。其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为4期、6期、15期、45期和17期，发行规模分别为35.50亿元、29.00亿元、80.50亿元、303.80亿元和76.71亿元。从担保方式来看，保证担保81期，抵押担保5期，质押担保1期，保证担保仍为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为AAA级的3年期公司债、5年期中票和7年期企业债为样本进行分析发现，采用担保方式发行的3年期公司债、5年期中票的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率分别高出91.56BP、97.27BP¹¹，采用担保方式发行的7年期企业债的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率低79.83BP，市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有较高的风险溢价要求，担保债券市场认可度一般，采用担保方式发行的7年期企业债未显示出明显的成本劣势主要与样本较少有关。

非政策性金融债券发行情况

本季度，共有84家金融机构发行非政策性金融债143期¹²，总发行规模为6002.30亿元，非政策性金融债发行家数环比和同比均有所减少，发行期数环比增加5.93%、同比持平，发行规模环比和同比有不同程度增加，平均发行规模（41.97亿

¹⁰ 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

¹¹ 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、公司债与在其起息日前后15日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

¹² 包括商业银行金融债、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

元)环比略有下降、同比增幅明显。具体来看,商业银行金融债(含商业银行二级资本工具)发行期数(39期)和发行规模(3066.00亿元)环比均有所减少,与上年同期相比发行期数有所减少、发行规模增幅超过1倍,主要是由于“资管新规”实施背景下银行资本补充需求大增,在监管层的鼓励推动下,本季度银行永续债的发行期数和发行规模(2期、800亿元)较上季度(1期、400亿元)有所增加;证券公司债发行期数和发行规模(48期、1323.80亿元)环比和同比均有所减少,但证券公司短融发行期数和规模(38期、919.00亿元)环比和同比均增幅显著,可能与监管层上调中信证券、国泰君安、海通证券等多家券商短融余额上限有关;保险公司债发行期数(2期)和发行规模(108.50亿元)仍较少。

从级别来看,除次级债、证券公司短融、证券公司短期公司债外,非政策性金融债券¹³的债项级别仍以AAA及AA+为主,二者发行期数(67期)和发行规模(2120.20亿元)的占比分别为90.54%和96.05%,发行期数占比较上季度(87.50%)和上年同期(90.48%)均有所增加,发行规模占比较上季度(96.74%)和上年同期(98.28%)均有所降低。

资产支持证券发行情况

本季度,在投资者对资产支持证券认可度日益提高以及2018年“资管新规”促使金融机构投资者对标准化资产支持证券产品需求日益增加等因素的推动下,资产支持证券发行规模环比和同比均有明显增加。在银行间债券市场上,资产支持证券发行期数和发行规模分别为148期、2329.38亿元,环比增幅均在80%以上,同比分别增加54.17%和10.53%;非金融企业资产支持票据(ABN)发行期数和发行规模分别为182期、687.64亿元,环比均增加33%左右,同比分别增加约3.4倍

和1.7倍。在交易所债券市场上,资产支持证券发行期数和发行规模分别为647期、2520.48亿元,环比均增加28%左右,同比分别增加45.07%和6.25%。本季度,交易所发行的资产支持证券在期数和规模上均超过银行间债券市场。

本季度,我国首单大湾区ABS¹⁴、首单有色行业供应链ABS¹⁵、首单高速公路公募ABN¹⁶以及首单家居行业ABN¹⁷成功发行,资产证券化的应用范围和领域进一步扩大。此外,首笔基于消费金融类ABN的CDS¹⁸交易落地银行间市场,本次ABN最终发行成本较近期发行的与其同期限、相似结构的品种降低了约20BP,CDS交易创新性地为ABN提供信用风险保护,有利于投资者范围的拓展和发行成本的降低。

债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行量同比大幅增加

本季度,绿色债券发行期数为38期,环比减少9.52%,但同比增加35.71%,发行规模为727.55亿元,环比和同比分别增加43.70%和161.93%。本季度新发绿色债券共涉及31家发行人¹⁹,其中23家为新增绿色债券发行人。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债(含私募债)、商业银行债、其他金融机构债、可交换债、资产支持证券和地方政府债,其中企业债的发行期数(8期)最多,商业银行债的发行规模最大(215亿元);新发绿色债券仍主要集中在AAA级;绿色债券发行主体涉及商业银行、建筑与工程、消费信贷、电力等17个行业;从地区分布来看,江苏地区发行人所发绿色债券期数(6期)最多,北京地区发行人所发绿色债券规模(236.15亿元)最大;从发行利率来看,66.67%的绿色债券发行利率低于本季度同券种、同期限、同级别债券平均发行利率,占比较上季度(73.91%)有所下降;65.79%的绿色债券

¹³ 不包含私募债。

¹⁴ 6月25日,“华金-联易融-华发大湾区供应链1号资产支持专项计划”成功发行,发行总额计划为100亿元,首期发行规模为5.79亿元。

¹⁵ 6月28日,德邦-中铝商业保理供给侧改革1号资产支持专项计划成功发行,发行规模10.04亿元。

¹⁶ “上海广期实业有限公司2019年第一期光证资产支持票据”,项目规模70亿元,基础资产类型为有限合伙份额,底层资产为沿海高速通行费用收入。

¹⁷ “红星美凯龙家居集团股份有限公司2019年度第一期资产支持票据”。

¹⁸ 该笔交易在国泰君安证券股份有限公司与中国国际金融股份有限公司之间达成。

¹⁹ 关于绿色债券发行人和绿色债券发行利率的分析均不包含绿色资产支持证券。

采取了第三方认证²⁰；从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是清洁能源和清洁能源交通领域。

2. 熊猫债发行规模有所减少

本季度，我国债券市场共有8家发行人发行10期熊猫债，发行规模为120.40亿元，发行家数、期数环比略有增加、同比有所减少，发行规模环比和同比均有所减少。债券类别涉及定向工具（1期）、超短期融资债券（3期）、公司债（1期）、可转债（1期）和国际机构债（4期）。本季度，熊猫债发行主体包括境外中资背景企业、主权国家以及外资企业，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于AAA级。

四、未来债市展望

第一，利率水平将保持相对稳定，债券发行规模或有所增加。一是在全球主要经济体货币政策趋于宽松以及国内经济仍存在下行压力的背景下，为了稳投资、稳增长，监管层仍将采取相应措施维持流动性合理充裕，这有利于债券发行；二是监管层强调降低中小微、民营企业融资成本，鼓励相关债券品种创新，同时完善信用保障机制，中小微以及民营企业债券发行规模有望增加；三是养老、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；四是财政部要求在9月底前完成全年新增地方债券发行，加上监管层支持发行地方专项债增加有效投资，地方债发行量也有望增加。

第二，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。继《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务信息披露规则》正式落地后，防范利益冲突等制度也有望推出，从而进一步规范评级行业的发展。此外，债券市场互联互通将进一步加强。继5月投资标的和转让均可跨市场的开放式债券指数证券投资基金推出后，7月3日，中央国债登记结算公司（以下简称“中债登”）发布《关于优化企业债券跨市场转托管办理流程的通知》，正式推出企业债券跨市场电子化转托管业务，进一步提升了金融基础设施互联互通效率，

未来监管层有望采取更多措施提升债券市场互联互通水平。对外开放方面，继4月1日彭博巴克莱全球综合指数纳入一定比例的中国境内债券后，富时罗素将在9月宣布是否将中国债券市场纳入世界国债指数，若顺利被纳入，中国债券市场将吸引更多的境外投资者，债市对外开放程度也将继续提高。

第三，持续加强风险防范，违约处置机制将进一步完善。在我国经济增速放缓、债券违约常态化的背景下，监管层一方面将继续加强事前的风险防范，完善风险管控机制、加强监管处罚等，另一方面将不断完善违约后处置机制和处置方式。今年以来，监管层已集中推出了多种违约处置方式，包括北金所和沪深交易所的到期违约债券转让业务、上交所债券担保品处置平台业务等。6月底央行发布的《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》中提出到期违约债券将通过银行间债券市场交易平台进行转让。全国银行间同业拆借中心拟于7月2日进行首次回购违约匿名拍卖。我国债券违约处置机制和方式将进一步完善和丰富，有利于提高违约处置效率。

整体来看，2019年，在我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策预期下，市场资金面仍将持续保持合理充裕，债券发行量有望增加，债券市场制度将持续完善，对外开放也将继续推进，债券违约处置机制将进一步完善，违约处置方式将更加多元化，共同推动我国债券市场的长远健康发展。■



²⁰ 没有第三方认证的主要是由发改委审核的绿色企业债以及由交易所进行认可的绿色公司债（含私募债）。

2019年二季度中资美元债¹研究报告

——发行量创季度新高，二级市场收益率转而走低

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

一、中资美元债发行市场环境

美联储进一步确认“鸽派”立场，美债收益率加速回落，中资美元债发行成本继续降低；中美国债利差持续扩大，人民币汇率总体保持平稳，中资美元债吸引力增强

继一季度转向“鸽派”后，美联储在5月和6月召开的两次议息会议仍然决定维持基准利率不变。在6月的议息会议上，多数美联储委员认为，经济增速和通胀风险在会议前几周已发生了明显的变化，倾向于下行，如果即将公布的数据显示经济形势进一步恶化，降息可能是合适的，市场因此普遍预期美联储将在7月决定降息。二季度，美联储进一步确定“鸽派”立场的行动使得美国各期限国债收益率加速回落，导致中资美元债的相对发行成本继续降低。

从国内来看，6月25日召开的中国人民银行货币政策委

员会2019年第二季度例会和6月26日召开的国务院常务会议均传达了货币政策保持中性灵活的精神，并强调切实措施降低中小企业融资成本，显示了进一步定向宽松的趋势，加上近期通货膨胀率有所上升，中国各期限国债收益率在二季度总体出现小幅上升，使得中美各期限国债利差较一季度走扩，1年期、5年期和10年期中美国国债利差分别扩大71.25个、126.87个和122.87个BP，境外融资相对于境内融资的成本优势进一步显现，吸引了更多中资企业前往境外发债。

从人民币汇率走势来看，美联储进一步确认“鸽派”立场使得美元指数在二季度延续了一季度的走弱态势。但因为中美贸易磋商于5月初破裂，特朗普宣布对自中国进口的2000亿商品加征关税，人民币汇率曾于5月一度快速下跌。此后，因中美双方同意在大阪G20峰会期间举行双边首脑会晤，继续磋商贸易纠纷事宜，市场对中美贸易冲突加剧的担

图1 中美各期限国债利差走势



资料来源: Wind

图2 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind

¹ 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元，风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国），排除 CD（银行同业存单）筛选。

忧有所缓解，人民币兑美元汇率转而趋于稳定，二季度内人民币对美元汇率仅累计小幅贬值2.31%，未对中资美元债的发行成本造成重大影响。

监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应在二季度中资美元债发行中得到充分体现；受发债备案影响，房地产中资美元债的发行出现下降；发改委关于承担政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限于用来偿还未来一年内到期的中长期外债的规定或将有助于降低城投公司债务风险

2019年1月，国家发展与改革委员会（以下简称“国家发改委”）将近90家国内企业的境外债券发行配额有效期截止时间延长至2019年6月底，为这些企业境外发债创造了条件。2月，发改委发布了《关于企业申请办理外债备案登记证明的指引》，对外债备案登记申请程序作了进一步的明确，取消了此前的外债规模切块试点政策，有助于外债审批节奏的提速。3月18日，国家外汇管理局印发了修订后的《跨国公司跨境资金集中运营管理规定》，大幅简化了外债和境外放款手续。上述监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应对于推动二季度中资美元债发行量的上升起到了重要作用。

二季度，监管机构对房地产企业境内发债的监管进一步收紧。5月17日，银保监会发布了《关于开展“巩固治乱现象成果，促进合规建设”工作的通知》，要求信托公司不得向不达标的房地产项目提供融资，房地产企业境内融资渠道进一步收窄，但主要受3月底发改委境外债券发行座谈会后收紧房地产企业境外发债配额影响，二季度房地产企业境外发债规模不仅没有继续上升，反而出现了下降。

2019年6月6日，国家发改委颁布了《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资〔2019〕666号，以下简称“666号文”），该文件对发行外债的企业，特别是地方国有企业提出了更进一步的要求，明确了承担政府融资职能的地方国有企业（含城投公司）发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债，且增加了地方国有企业发

图3 中资美元债发行情况



行外债需持续经营满三年的要求。该政策体现了监管机构对于近期城投公司发行外债趋势上升较快现象的关注，以及正在采取措施控制风险。

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

2019年二季度中资美元债发行量创季度新高

2019年二季度，中资美元债发行量继续上升。本季度共发行中资美元债192期，环比上升44.36%，发行规模共计728.93亿美元，环比大幅上升54.69%，创季度新高。同比来看，发行期数和发行规模分别同比增长54.84%和62.35%。监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应在一定程度上推动了本季度中资美元债的进一步放量。

从单月情况看，4月发行规模最大（311.59亿美元），5月发行期数和发行规模均遭遇了“腰斩”，6月的发行期数和发行量又出现明显回升。

二季度房地产企业发债节奏出现放缓，但城投美元债发行出现明显回升

从发行主体行业分布³看，2019年二季度，房地产企业和金融类机构（包括银行、商业金融机构和金融服务机构）依旧是中资美元债的主要发行主体。具体来看，在发改委境外债

² 所有数据统计以公布日期为准。

³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

券发行座谈会后监管政策再度收紧的背景下，房地产企业中资美元债发债节奏明显放缓，本季度共发行59期，发行规模为193.30亿美元，占总发行规模的26.52%，环比和同比分别下降24.07和9.26个百分点。金融类中资美元债本季度共发行58期，发行规模为197.03亿美元，占总发行规模的27.03%，环比小幅上升了0.41个百分点，同比下降了11.34个百分点。

由于城投美元债在2019年二季度迎来到期高峰，城投发行主体“借新还旧”需求较大，城投美元债发行出现明显回升。本季度，城投美元债共发行36期，发行规模达88.80亿美元，占总发行规模的12.18%。环比来看，城投美元债发行大幅增加25期，发行规模为一季度的3倍多，占总发行规模的比重上升了6.07个百分点；同比来看，城投美元债发行增加30期，发行规模为去年同期的8倍多，占总发行规模的比重上升了9.80个百分点。

美联储持续转向“鸽派”使得中资美元债平均发行票息继续回落，但房地产行业发债成本继续走高

2019年二季度，美联储持续转向“鸽派”使得美国各期限国债收益率快速回落，中资美元债发行成本有所降低。本季度，中资美元债发行利率小幅下行，平均发行票息⁴为6.25%，环比继续下行0.41个BP，但受2018年美联储连续四次加息、中资美元债发行利率中枢大幅上移的影响，本季度的平均发行票息同比仍上升0.27个BP。

从发行票息分布来看，2019年二季度，发行票息在0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8%及以上的发行业务占比分别为5.13%、41.63%、17.64%、17.05%和18.55%。具体来看，发行票息在0~4%中低区间的债券发行规模占比有所上升，占总发行规模的46.76%，环比和同比分别增加24.72和5.66个百分点。其中，发行票息在2~4%的发行规模占比明显升高，环比和同比分别上升24.70和2.05个百分点，成为2019年二季度发行规模占比最高的区间；发行票息在其他区间的债券规模占比则呈现不同程度的下降。

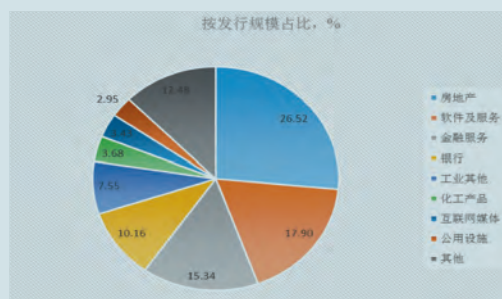
分行业来看，房地产依旧是发债成本最高的行业，本季度平均发行票息为9.36%，环比和同比分别上升1.02和1.93个百分点。在发行利率处于8%及以上高利率区间的45期债券中，房地产行业债券有39期，其中泰禾集团全球有限公司的发行票息高达15%，中国恒大、大发地产、阳光开曼投资有限公司、佳兆业集团、弘阳地产等地产企业发行票息也在10%以上。

从票息类型看，2019年二季度，固定利率债券仍是最主要的发行票息类型，发行规模占总规模的82.65%，环比小幅下降1.49个百分点，同比大幅上升17.02个百分点。

中资美元债发行方式仍以非公开发行的RegS为主；从发行架构看，直接发行占比大幅上升

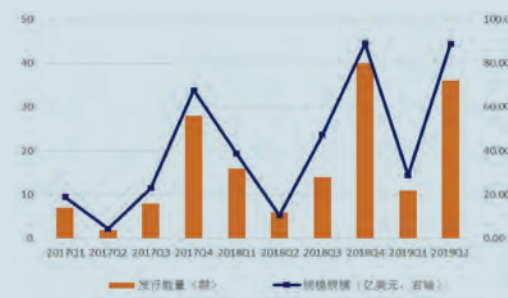
从发行方式来看，由于发行成本较低、流程较快，

图4 2019Q2中资美元债发行主体行业分布



资料来源: Bloomberg

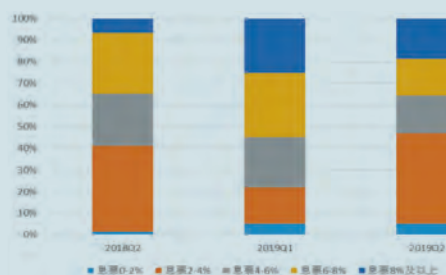
图5 2019Q2城投美元债发行趋势



资料来源: Bloomberg

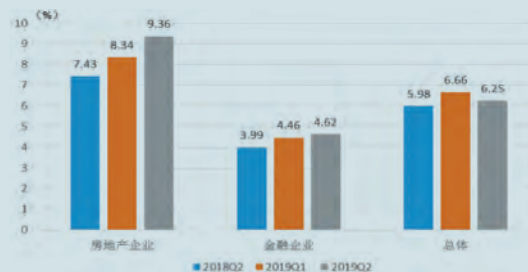
⁴ 除浮息债券，下同。

图6 中资美元债发行票息分布



资料来源: Bloomberg

图7 中资美元债发行主要行业平均票息



资料来源: Bloomberg

RegS⁵仍是二季度占比最大的发行方式，发行规模占总规模的88.57%，但环比和同比均有不同程度下降；本季度仅有1期中资美元债选择144A方式发行，发行规模占总规模的10.18%，环比和同比分别上升6.04和4.08个百分点；此外，本季度还有1期中资美元债选择SEC公开发行方式。

从发行架构⁶看，2019年二季度，直接发行和担保发行是最主要的两种发行方式，且通过直接发行方式发行的中资美元债显著上升，占总发行规模的46.28%，环比和同比分别大幅增加24.26和17.61个百分点；而通过担保发行方式增信的中资美元债规模占总发行规模的45.72%，环比和同比分别下降7.70和9.53个BP。本季度采用担保+维好双重架构增信的中资美元债发行规模占总发行规模的5.49%，环比和同比分别下降7.51和3.31个百分点；采用维好协议增信的发行规模占总发行规模的0.55%，环比和同比分别下降7.09和6.74个百分点。

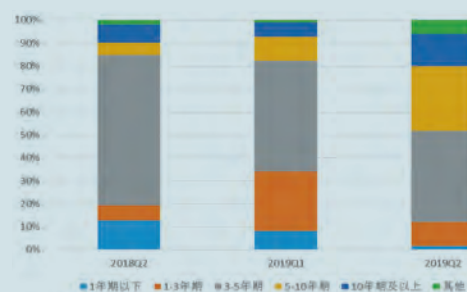
发行期限以3~5年期为主，且5年期及以上债券的发行规模占比明显上升、1年期以下债券的发行规模占比大幅下降

从发行期限来看，中资美元债发行期限仍以3~5年期为主，且5年期及以上债券的发行规模占比明显上升、1年期以

下债券的发行规模占比大幅下降。

2019年二季度，3~5年期中资美元债发行规模占比为39.73%，环比和同比分别下降8.58和25.67个百分点；5~10年期中资美元债的发行规模占比则出现明显上升，本季度为28.02%，环比和同比分别上升了17.72和22.67个百分点；10年期及以上的中资美元债发行规模占比同样呈现明显的上升趋势，本季度为14.13%，环比和同比分别上升了7.87和6.15个百分点；1年期以下的中资美元债发行规模则有所下行，本季度发行规模占比仅为1.65%，环比和同比均出现明显下降。

图8 中资美元债发行期限分布(发行规模占比, %)



资料来源: Bloomberg

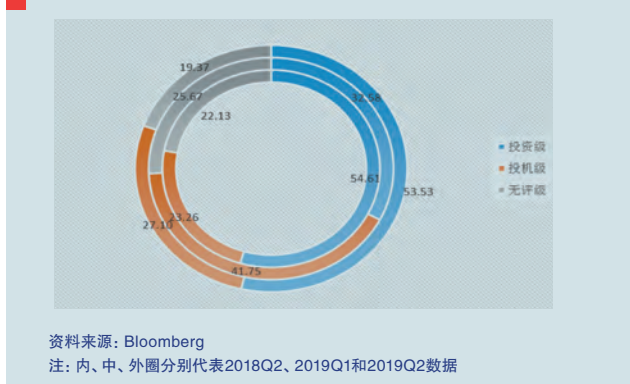
⁵ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

⁶ 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保 + 维好协议双重架构和维好协议发行等。

图9 中资美元债债项级别分布



图10 中资美元债债项级别分布



评级缺失的现象进一步改善且发行主体资质有所提升

从中资美元债债项评级的角度看，2019年二季度共发行无评级债券⁷72期，占全部发行期数的37.50%，环比和同比分别下降了6.11和7.66个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的19.37%，环比和同比也均出现不同幅度的下降。整体来看，评级缺失的现象进一步改善。

在有评级的中资美元债中，2019年二季度，中资美元债的发行主体资质有所提升。具体来看，BBB-以下⁸高收益债券的发行规模占总发行规模的27.10%，环比下降14.65个百分点，同比小幅增加3.84个百分点；投资级债券发行规模占总发行规模的53.53%，环比上升20.95个百分点，同比小幅下降1.08个百分点。从行业分布来看，高收益债券发行主体主要集中在房地产企业，55期高收益债券中有44期来自于房地产企业；投资级债券发行行业相对较为分散，其中金融行业和服务行业发行人共计发行37期，占总期数的56.92%。

三、中资美元债二级市场表现

二季度回报率扭转了上季度大幅上升的趋势，出现明显下跌

2019年二季度，Markit iBoxx中资美元债指数二季度

总回报率为2.27%，环比下降2.53个百分点，同比上升3.69个百分点，略低于亚洲除日本美元债指数二季度总回报率（2.80%）。其中，高收益债券二季度回报率为1.49%，环比下降6.27个百分点，同比上升6.29个百分点；投资级债券二季度回报率为2.64%，环比小幅下降0.94个百分点，同比上升2.85个百分点。

具体来看，2019年二季度各行业回报率环比均有所下降。其中，房地产行业的回报率下降幅度最大，二季度为2.18%，环比下降5.18个百分点。房地产高收益总回报指数的增幅明显较一季度放缓，且增幅小于投资级总回报指数。金

图11 2019Q2中资美元债回报率走势



⁷ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

融机构二季度回报率为1.97%，环比下降3.37个百分点，表现仅次于房地产行业。非金融机构二季度回报率为2.67%，环比下降1.45个百分点。

四、中资美元债市场展望

中美国债利差或将进一步走扩，人民币汇率有望维持稳定，对中资美元债发行形成支撑

2019年三季度，美联储降息的可能性较大，再加上美联储将在9月底停止缩表，美国国债将得到进一步支撑，收益率仍有进一步下行的空间。另一方面，随着财税刺激措施密集出台，中国经济在2019年下半年大概率触底回升，再加上近期通货膨胀压力加大，中国国债收益率在三季度继续小幅走高的可能性较大。在此背景下，中美国债利差在三季度或将进一步走扩，中资美元债的发行成本优势将得到进一步体现。

人民币汇率方面，因为美联储大概率在7月降息，美元指数下半年或将继续走弱，加上中国经济有可能在下半年触底，人民币维持稳定的可能性有所上升。中美贸易摩擦方面，虽然中美双方首脑在大阪G20峰会达成继续磋商共识，但鉴于双方谈判立场差距甚大，达成协议的不确定性仍然较高。考虑到美国经济出现走弱趋势，以及明年大选压力将逐步上升，中美贸易磋商即使难以达成协议，完全破裂的可能性也较小，人民币汇率有望在三季度，乃至整个下半年继

续保持稳定，为中资美元债的发行提供一定支撑。

“666号文”对于城投公司的境外发债的影响将逐步显现，城投债的发行量或将开始下降，近期对房地产公司的类似限制措施料将导致房地产公司境外发债量继续下降，对下半年中资美元债的发行有所抑制

今年以来，中国经济继续维持了相对较高的增长速度，上半年GDP的增速达到了6.3%，但在大规模减税的背景下，财政收入增长较慢，财政赤字进一步扩大，地方国企，特别是各级城投公司海外发展的动力增强，并造成了二季度城投债的大幅上升，为了控制风险，发改委于6月颁布了“666号文”，对地方国企的海外发债进行了严格的限制，我们预期下半年，特别是四季度城投债的发行规模逆转下降的可能性较大。

7月12日，国家发改委又发布了《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（“778号文”），要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，并提出了房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并需提交《企业发行外债真实性承诺函》，房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等要求，房地产企业海外发债进一步收紧，或将造成发行量持续下降。

受“666号文”和“778号文”的影响，未来一段时期内中资美元债的整体发行量出现回落的可能性较大。■

表1 中资美元债分行业回报率(%)

	2018Q2	2019Q1	2019Q2
金融机构	-1.37	5.34	1.97
金融机构-投资级	-0.08	3.47	2.39
金融机构-高收益	-3.84	8.05	1.46
非金融机构	-1.47	4.12	2.67
非金融机构-投资级	-0.34	3.66	2.85
非金融机构-高收益	-7.08	6.74	1.60
房地产	-3.46	7.36	2.18
房地产-投资级	-1.07	4.79	3.00
房地产-高收益	-4.63	8.68	1.82

资料来源: Bloomberg

2019年上半年国内绿色债券市场运行报告

——绿色债券发行增长迅速，多因素驱动绿色债券市场日趋完善

文 | 联合资信评估有限公司 联合赤道环境评价有限公司

自2016年以来，在自上而下的政策持续推动下，我国绿色金融事业发展迅速，绿色金融市场规模持续扩大。绿色债券作为绿色金融市场发展较为成熟的领域，受到监管部门、金融机构和企业的广泛关注。2019年上半年国内绿色债券激励政策频出，市场规模显著增长，绿色债券类型更加丰富，资金用途更加灵活，绿色项目标准正在逐步统一。展望下半年，绿色债券发行规模有望持续增加，制度标准体系日趋完善，绿色债券年度发行规模有望再创新高。

一、2019年上半年国内绿色债券市场回顾

2019年上半年，我国绿色债券市场增长迅速，共发行绿色债券84期，发行规模1316亿元，较2018年同期水平（48期，523亿元）呈现大幅度增长，发行期数和发行规模的增幅分别为75%和52%。2019年绿色债券品种更加多元化，新增地方政府绿色市政专项债。西部多地首发绿色债券，发行地区进一步扩大。

2019年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场¹总发行期数和发行规模的比例分别为1.32%和1.65%，较2018年同期水平（发行期数占比0.9%，发行规模占比0.78%）均有较大幅度提高，可见绿色债券市场发展迅速，但未来发展仍有较大空间。2019年上半年我国新发绿色债券市场呈现如下特征：

整体发行情况涨势明显，绿色公司债发行规模跃居首位

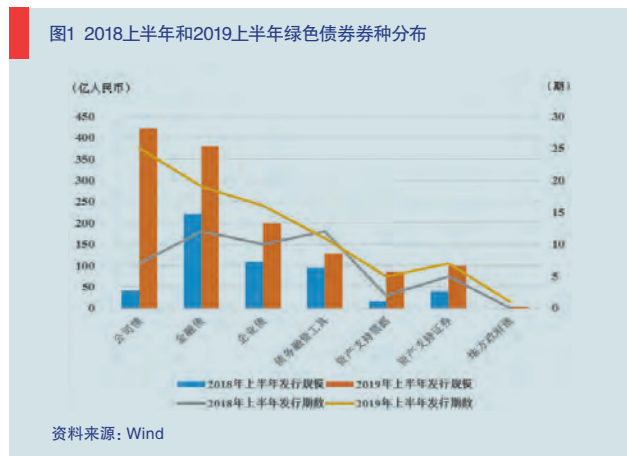
整体而言，2019年上半年各券种的发行规模均高于2018

年同期水平。2019年新发行绿色债券较2018年同期情况相比，呈现了较为明显的变化。一方面，2019年上半年打破了绿色金融债发行规模屡居榜首的情况，绿色公司债的发行规模跃居首位（422亿元），超过绿色金融债的发行规模（380亿元），由于“G三峡EB1”单笔发行200亿元，拉高了整体发行规模；另一方面，从债券种类看，除市场上常见的绿色金融债、绿色公司债、绿色企业债、绿色债务融资工具、绿色资产支持证券和绿色资产支持票据之外，新增地方政府绿色市政专项债，体现了财政政策对绿色发展的支持力度。

第三方评估认证更加集中，环境咨询机构认证比例最高

从第三方评估认证情况来看，2019年上半年共有55期绿

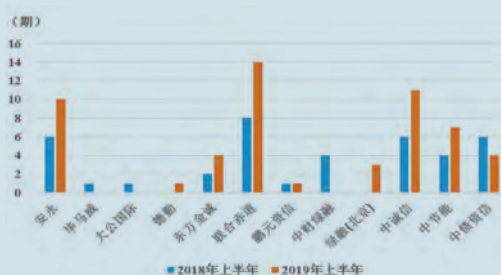
图1 2018上半年和2019上半年绿色债券券种分布



¹ 包括金融债（政策性银行债、商业银行债和其他金融机构债）、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产证券化、可转债、可交换债、定向工具。

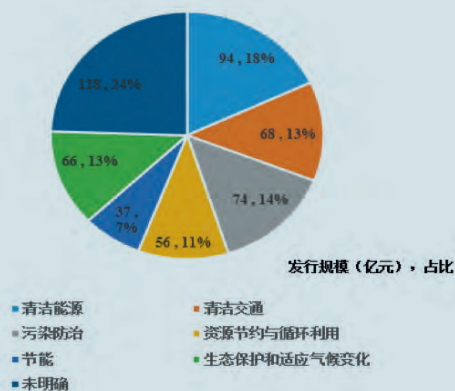
色债券进行第三方评估认证,共涉及12家评估认证机构,在绿色债券发行总期数中占比65%。目前,绿色债券第三方评估认证机构的种类较多,主要为环境咨询机构、会计师事务所和信用评级机构,其中环境咨询机构认证的绿色债券期数在所有经第三方评估认证的绿色债券总期数的占比(38%)较上年同期(31%)进一步提高,超过会计师事务所(20%)和信用评级机构(36%)排名第一。上半年为国内绿色债券发行提供第三方评估认证最多的机构为联合赤道。

图2 2018上半年和2019上半年绿色债券第三方认证情况



注:环境咨询机构包括联合赤道、中节能;会计师事务所包括安永、毕马威和德勤;信用评级机构包括中债资信、中诚信、大公国际、东方金诚和鹏元资信。
资料来源:Wind

图3 2018上半年绿色债券资金用途统计



资料来源:Wind

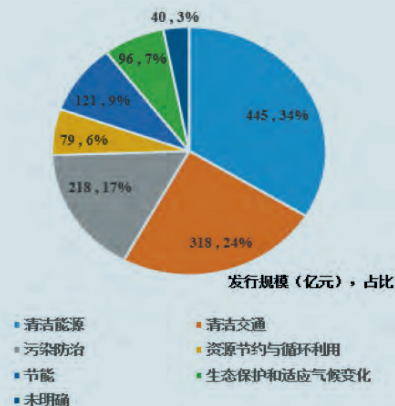
募集资金主要投向清洁能源、清洁交通和污染防治领域

2019年上半年,根据央行发布的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》划分,已明确和可估算²具体投向的绿色债券募集资金主要用于清洁能源、清洁交通和污染防治,其中投向清洁能源领域的资金占披露投向的募集资金规模的34%,较去年同期(18%)大幅提升。投向清洁交通领域的资金规模在各领域中排名仍为第二,占披露投向的募集资金规模的24%,较去年同期(13%)涨幅明显。2019年,未能明确估算具体资金用途的绿色债券主要为部分信息披露不完全的绿色金融债以及非公开发行的私募债、资产支持证券和资产支持票据,占发行总规模的3%,占比较上年同期(24%)明显下降,绿色债券募集资金信息披露透明度进一步提升。

新增多地首发绿色债券,发行主体区域进一步扩大

2019年上半年,我国绿色债券发行人涉及地区(25个)较上年同期(17个)涨幅明显。与2018年同期相比,甘肃、广西、江西、青海、四川、西藏、重庆为新增绿色债券发行地区,西部地区多地发行绿色债券,发行主体区域进一步扩大。由于北京、广东、江苏、山东和浙江地区经济较为发达,金融活跃

图4 2019上半年绿色债券资金用途统计



资料来源:Wind

² 绿色金融债募集资金主要用于绿色信贷,为环保、节能、清洁能源和清洁交通等支持环境改善、应对气候变化的绿色项目提供资金,但其具体资金投向领域在发行阶段大部分缺乏明确条款。对于已披露绿色储备项目的绿色金融债,可按照各项目授信额度在储备项目授信总额度的比例估算绿色金融债对其投资金额;估算方法为:绿色项目投向资金 = 该绿色项目授信额度 × 债券募集资金 / 所有储备项目授信总额度。

图5 2018上半年和2019上半年绿色债券发行主体地区分布



度高, 这些地区绿色债券发行期数较多(8期、13期、10期、8期、8期), 合计占绿色债券总发行期数的比例为56%。

地方政府发行首支绿色市政债券, 发行主体更加多元化

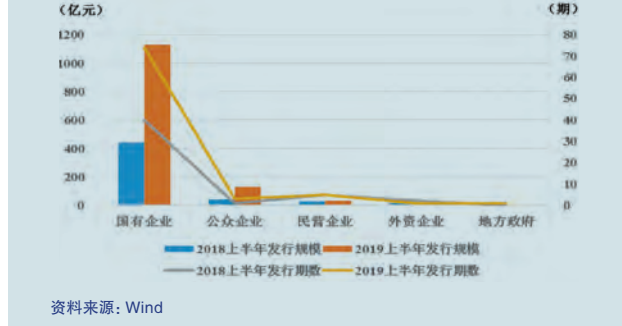
2019年上半年绿色债券的发行主体新增地方政府, 赣江新区政府发行首支绿色市政专项债券, 使绿色债券发行主体更加多元化, 地方政府参与绿色债券的发行, 将进一步加强财政政策对绿色发展的支持作用。此外, 与往年的情况类似, 2019年上半年绿色债券的发行主体仍主要集中于国有企业(59家, 74期), 较2018年(37家, 40期)涨幅较大。发行绿色债券的公众公司数量有所提升, 由2018年上半年的1家提升至2019年的3家。民营企业和外资企业绿色债券发行量仍然较少, 在绿色债券市场的参与度有待提高。

二、2019年下半年国内绿色债券市场展望

绿色债券统一的标准体系正在逐步构建与完善

绿色金融领域的标准体系将进一步统一。2018年9月, 全国金融标准化技术委员会绿色金融标准工作组会议在京召开, 绿色金融标准制定的组织架构形成, 建立了六个小组研究六大类绿色金融标准, 我国的绿色金融标准框架体系也基本确立, 绿色金融标准正在制定和推进中。2019年3月, 国家发改委等七部委联合发布《绿色产业指导目录(2019年版)》, 该目录是绿色金融标准体系中的“绿色金融通用标准”, 为绿色债券、绿色信贷等标准奠定了统一的基础和参考。同时, 《绿色债券

图6 2018上半年和2019上半年绿色债券发行主体性质统计



支持项目目录》也正在修订, 统一的绿色债券标准正在逐步构建与完善。

绿色债券激励政策越发“真金白银”

国家政策层面, 2018年央行决定适当扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围, 主要包括绿色金融债券等。2018年人民银行发布《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价》, 评价结果纳入银行业存款类金融机构宏观审慎考核。2019年5月, 人民银行发布《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》, 探索扩大绿色企业发行绿色债务融资工具募集资金用途, 交易商协会为试验区内企业发行绿色债务融资工具开辟绿色通道, 支持即报即核, 专人负责。地方政府层面, 持续推出绿色债券扶持政策, 从“鼓励”转变为“实质性激励”, 实质性激励政策包括对绿色债券、绿色信贷等提供贴息、发行补助、担保补贴等降低绿色金融成本的政策。

绿色债券年度发行规模有望再创新高

随着绿色债券自上而下的政策推动力度逐渐加强, 新增多地首次发行绿色债券, 同时绿色企业主体认定等方式的出现使绿色债券的资金用途更加灵活, 从而也推高了绿色债券的发行规模。2016年至2018年, 年度以人民币计价的绿色债券发行规模均位于2000亿元左右水平, 过去连续3年的统计数据显示, 下半年绿色债券的发行规模较上半年呈月均10%~22%的增长率水平。由此可预计, 到2019年底以人民币计价的绿色债券或将突破3000亿元, 年度发行规模有望再创历史新高。//

评级小贴士

全国银行间同业拆借中心回购违约处置业务

为进一步提升银行间市场回购违约处置效率，保障银行间债券市场交易平稳有序开展，经中国人民银行批复同意，全国银行间同业拆借中心将组织开展回购违约处置业务，并于2019年6月17日发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》（以下简称“细则”）。

适用情形

银行间市场买断式回购正回购方触发违约事件时，回购债券可参照细则进行违约处置。回购违约处置指因银行间市场质押式回购交易中正回购方（以下简称“违约方”）触发违约事件且交易双方未能就违约处置协商一致，逆回购方（以下简称“守约方”）委托交易中心通过匿名拍卖等市场化机制处置相关回购债券的机制。回购债券匿名拍卖，是指交易中心组织市场参与者在特定时间，通过交易中心系统进行回购债券集中匿名交易的行为。

处置流程

交易中心于回购违约处置受理日向市场发布回购债券匿名拍卖公告，内容包括匿名拍卖申报日期、拍卖日期、拍卖各阶段有效时间等信息。申报日，意向参与机构向交易中心进行回购债券匿名拍卖申报。交易中心于拍卖日向市场公告拟拍卖回购债券的最低成交价格，参与机构可在预设区间内报价，交易中心系统按价格优先、时间优先原则计算统一成交价，拍卖持续时间以交易中心公告为准。回购债券匿名拍卖结束后，交易中心将出具拍卖成交信息及违约方相关信息等信息的成交单。成交单具有法律约束力，守约方和回购债券买方应按照成交单约定完成交易结算。回购债券未全部拍卖成功且已成交的匿名拍卖金额不足以偿还违约方债务的，守约方可就未处置回购债券再次向交易中心提交回购违约处置申请。

最低成交价格的确定

回购债券在银行间债券市场拍卖日前三十个交易日的平均成交价格的80%；回购债券在拍卖日前三十个工作日内无成交价格的，或计算样本数过少的，按回购债券在拍卖日前一交易日交易中心估值价格的80%确定。

资料来源：《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》

2019年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望

——发行量显著回落,下半年谨慎乐观

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

一、熊猫债券发行市场环境

美联储货币政策持续转向“鸽派”，中美国债利差走扩，对熊猫债券发行人而言融资成本吸引力有所减弱

今年以来，世界经济下行压力加大，各国货币宽松预期进一步增强。在2018年连续四次加息后，2019年上半年，美联储的货币政策发生重大转向。继1月和3月美联储两次公开市场委员会会议息会议上均表示暂不加息后，在6月的议息会议上更是释放出强烈的“鸽派”信号，下半年进入降息周期已成为大概率事件。在此背景下，美国各期限国债收益率在2019年上半年均呈现不同程度的回落。

从国内看，4月22日中央财经委员会第四次会议和4月29日中共中央政治局会议等重要会议上对“稳健、松紧适度”的货币政策总基调未发生改变，货币政策继续保持宽松方向。相较2018年，2019年上半年中国各主要期限国债平均到期收益率继续出现明显的回落态势。但另一方面，从今年以来决策层传达出的“坚决不搞大水漫灌的强刺激”等政策表态来看，为防止流动性过度的单边预期，2019年以来中国的货币政策加强了对市场预期的管理，国债收益率短期波动有所加大。具体从上半年看，中国各期限国债收益率呈现波动上升的趋势，这也使得中国与美国各期限国债利差扭转了2018年的收窄之势，5年期和10年期中美国债利差分别扩大84.04和71.20个BP，1年期中美国债利差则结束了倒挂局面。美元债券相对于境内融资成本的优势形成了融资替代效应，在一定程度上挤压了熊猫债券的市场空间。

房地产行业金融监管保持收紧态势，熊猫债券市场主要发行人中资地产企业融资受限现象较明显

2019年上半年，国家层面高度关注房地产行业金融风

险防范，房地产金融监管持续保持收紧态势。银保监会、央行等部门密集强调加强房地产金融风险防范力度。

2月25—26日召开的人民银行金融市场工作会议强调加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制。5月17日，银保监会公布2019年银行机构“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作要点，严查房地产违规融资。5月25日，银保监会主席郭树清的“2019清华五道口全球金融论坛”演讲中指出，要特别警惕境外资金的大进大出和“热钱”炒作，坚决避免出现房地产和金融资产泡沫。6月13日，银保监会主席郭树清在第十一届陆家嘴论坛上作开幕致辞时指出，必须正视一些地方房地产金融化问题，房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。在此背景下，作为过去几年熊猫债主要发行人的红筹房地产企业融资受限现象较为明显，2019年上半年，红筹房地产企业在银行间和交易所市场均未发行熊猫债券。

熊猫债券相关监管规定日趋完善，但上半年风险偏好较低导致部分低资质主体发行熊猫债融资难度较大

从制度的角度来看，继2018年9月熊猫债券新规落地后，2019年上半年，熊猫债券相关的监管规定继续趋于完善。2019年2月，熊猫债券发行指引细则落地，作为《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》的配套细则，《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》在熊猫债券发行的信息披露、募集资金使用、中介机构等方面明确了核心制度安排，有助于推动熊猫债券市场发展成为规则透明、机制高效、流程规范的市场。

监管制度的日趋完善对熊猫债券市场的长期健康发展具有良性促进作用，但在目前发行市场整体风险偏好较

低的背景下，部分海外发行人仍面临主体级别等资质方面的制约。

“一带一路”倡议实施不断深化和“债券通”的稳步运行对熊猫债市场的提振效应依然有所显现

2019年上半年，“一带一路”倡议实施不断深化对熊猫债市场的提振效应依然有所显现。4月25日—27日，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，共建“一带一路”迈入新的阶段。截至2019年4月30日，中国已与131个国家和30个国际组织签署了187份共建“一带一路”合作文件。“一带一路”朋友圈的持续扩大及相关建设项目的融资需求为熊猫债市场引入了更多外国发行人，令发行人结构进一步优化。2019年5月30日，葡萄牙共和国在银行间市场的首只主权熊猫债（19葡萄牙人民币债01BC）完成发行，成为首个发行熊猫债券的欧元区国家，募集资金用途将包括支持“一带一路”相关倡议。此外，2019年上半年，菲律宾、马来西亚银行以及中信泰富等多个主权、金融机构和企业主体发行的多期熊猫债券所募集资金也将全部或部分用于“一带一路”相关项目的建设。2019年上半年，募集资金用于“一带一路”倡议的债券期数占比（26%），相较2018年下半年（4%）与2018年上半年（10%）占比显著增加。

同时，“债券通”开通近两周年来，共汇集了1038家境外投资者（截至2019年6月末），较2018年底的503家已翻倍。“债券通”的稳步运行吸引了更多的优质发行人来到中国债券市场发行熊猫债券。2019年上半年，通过“债券通”在银

行间市场成功发行熊猫债券的发行人涵盖了新开发银行、菲律宾共和国、葡萄牙共和国和宝马金融等4家，共发行5期熊猫债券，占上半年发行总期数的比重逾26%，较2018年上半年（16%）和下半年（19%）占比显著提升。

二、熊猫债券发行市场分析

2019年上半年熊猫债券发行明显回落，主要发行场所仍为银行间债券市场

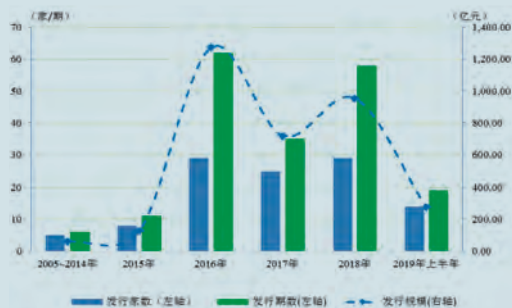
受境外发债成本回落以及监管风险偏好降低等因素影响，熊猫债券2019年上半年发行量明显回落。2019年上半年，中国债券市场共有14家主体累计发行熊猫债券19期，发行总额共计275.40亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比分别下滑26.32%、38.71%和46.52%，一级市场发行下滑显著。

从熊猫债券发行市场来看，2019年上半年银行间债券市场共发行熊猫债券15期，发行总额为210.40亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别为78.95%和76.40%，银行间仍是熊猫债券发行的主要场所。交易所债券市场共发行熊猫债券4期，发行总额为65.00亿元，占总发行规模的23.60%。

熊猫债券发行主体类型保持多样，主要集中在金融行业，房地产行业并未新发熊猫债券

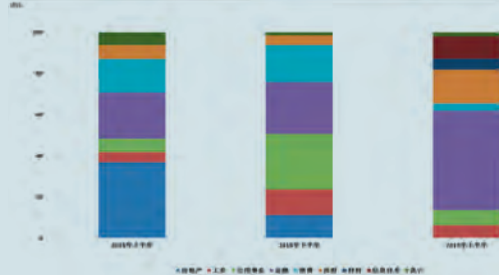
从熊猫债券发行主体类型来看，2019年上半年熊猫债券的发行主体类型包括政府机构、金融机构和非金融企业，其中政府机构发行规模占比为16.34%，同比和环比分别上升9.62和

图1 2005年—2019年上半年熊猫债券发行情况



资料来源：Wind，联合资信COS系统

图2 2018年—2019年上半年熊猫债券主体类型及行业分布（按规模）



注：按wind熊猫债券发行人一级行业统计，消费行业指合并“可选消费”和“日常消费”。

资料来源：Wind，联合资信COS系统

11.80个百分点。金融机构发行规模占比为48.29%，同比、环比分别大幅上升25.76和22.90个百分点，成为发行规模占比最高的发行主体类型。非金融企业的发行规模占比（35.37%）明显减少，同比和环比分别大幅下降35.38和34.70个百分点。

从发行人主体行业来看，2019年上半年，发行人行业主要集中在金融行业，由于房地产行业监管持续收紧，之前一直长期占据主导地位的中资房地产行业发行人在2019年上半年并未发行熊猫债券。金融行业发行规模占比48.29%，同比、环比分别大幅上升25.76和22.90个百分点；公用事业行业发行规模占比7.26%，同比小幅上升1.05个百分点，但环比大幅下降19.50个百分点；消费行业发行规模占比（3.63%）则出现了较大幅度的下降，同比、环比降幅均超10个百分点。除此之外，2019年上半年新增材料和信息技术两个行业发行人，占比分别为5.45%和10.89%。

熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人数量进一步增加

2019年上半年，我国熊猫债券发行主体仍然以中资背景企业为主（注册地多集中于香港、百慕大及开曼群岛等地区），其所发行的熊猫债券规模约占总发行规模的52.65%，虽然较2018年上半年（66.67%）和2018年下半年（73.47%）分别下降14.02和20.82个百分点，但占比依然过半。同时，2019年上半年外国发行人数量有所增加，共有5家发行人，其中新增了来自马来西亚和葡萄牙的发行人，且主要集中在“一带一路”沿线合作国家，共发行7期国际机构债券，发行规模占

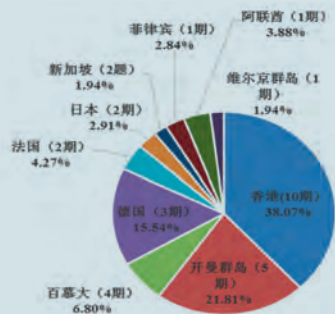
总发行规模的41.76%，同比大幅增加35.04个百分点。

2019年上半年，熊猫债券发行人募集资金用途与上年基本类似，主要集中在补充运营资金、支持“一带一路”项目建设以及偿还债务、发展境外业务以及满足人民币融资需求等。值得注意的是，募集资金用于“一带一路”项目建设的熊猫债券期数与规模明显增多。例如在交易所市场，中信泰富有限公司发行的“19泰富01”所筹集的资金便拟用于与“一带一路”沿线国家的相关业务，包括电力业务、煤炭开采业务、健康营养业务以及电力租赁相关业务等。在银行间市场，菲律宾共和国发行的“19菲律宾人民币债01BC”、马来西亚银行发行的“19马来亚银行债01A”、“19马来亚银行债01B”以及葡萄牙共和国发行的“19葡萄牙人民币债01BC”所募集的资金也拟将全部或部分用于支持“一带一路”有关倡议。

熊猫债券类型多元，平均发行规模明显下降，国际机构债发行量显著增加

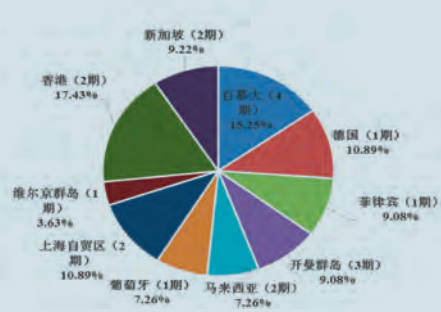
从已发行熊猫债券的债券类型看，2019年上半年发行的熊猫债券覆盖了短期融资券、中期融资券、国际机构债、定向工具、公司债和可交换债等多个券种。与2018年熊猫债券类型相比，从发行规模看，2019年上半年没有金融债发行，短期融资券增发3期，可交换债增发1期；国际机构债发行量显著增长，同比、环比分别大幅增长232.37%和475.00%；中期票据、定向工具和公司债发行规模缩量明显。具体来看，新增短期融资券均在银行间市场发行，为蒙牛乳业发行的“19蒙牛SCP001”和中芯国际发行的“19中芯

图3 2018年上半年熊猫债券发行主体地区分布（按规模）



资料来源：Wind，联合资信COS系统

图4 2019年上半年熊猫债券发行主体地区分布（按规模）



资料来源：Wind，联合资信COS系统

国际SCP001”和“19中芯国际SCP002”，新增可交换债券为香港蓝思在交易所市场发行的“19蓝思EB”。

从熊猫债券发行规模来看，2019年上半年，熊猫债券的发行规模多分布在0~20亿元的区间内，占到总发行规模的68.04%以上，与2018年发行规模多分布在10~30亿元区间相比有所下移。2019年上半年熊猫债券的平均发行规模为14.49亿元，较2018年上半年（16.61亿元）和2018年下半年（16.33亿元）均有所下降，主要原因是融资成本优势进一步减少以及监管趋严，部分熊猫债发行人对计划发行规模进行了削减。

熊猫债券发行期限仍以中短期为主，短期债券发行量有所增加，并新增发行超短期融资券

从熊猫债券的发行期限来看，2019年上半年发行的熊猫债券仍以中短期限为主，0~5年期债券发行规模占比逾

75%，其中，3年期债券发行规模占比较高，约占总体样本的61.87%，同比下降1.75个百分点，并新增发3期不足1年期的超短期融资券，发行规模约占2019年上半年熊猫债发行规模总额的9.08%。同时，2019年上半年1年期和5年期熊猫债券发行规模占比均为3.63%，同比分别回落1.23和4.72个百分点。与此同时，选择特殊期限发行规模占比达18.16%，同比、环比均有明显回落。

受国内信用风险偏好下降及熊猫债相关监管日渐完善影响，熊猫债券信用等级依旧集中在AAA级

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，2019年上半年熊猫债券信用等级主要分布在AAA级~AA+级。其中，AAA级熊猫债券发行13期共计200亿元，发行规模占发行总额的72.62%，同比（76.83%）小幅下降，环比（68.93%）有所上升，

表1 2018年—2019年上半年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2018年上半年			2018年下半年			2019年上半年		
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)
短期融资券	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	3	25.00	8.33
中期票据*	10	244.00	24.40	12	187.00	15.58	3	35.00	11.67
金融债	2	15.00	7.50	1	30.00	30.00	0	0.00	0.00
国际机构债	2	34.60	17.30	1	20.00	20.00	7	115.00	16.43
定向工具	9	119.00	13.22	6	97.00	16.17	2	35.40	17.70
公司债*	8	102.30	12.79	7	107.00	15.29	3	50.00	16.67
可交换债	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	1	15.00	15.00
总计	31	514.90	16.61	27	441.00	16.33	19	275.40	14.49

注：*表示中期票据和公司债中各包含1单绿色熊猫债券

资料来源：Wind，联合资信COS系统

表2 2018年—2019年上半年不同债券期限熊猫债券发行情况

	2018年上半年			2018年下半年			2019年上半年		
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
1年期以下	-	-	-	-	-	-	3	25.00	9.08
1年期	2	25.00	4.86	3	70.00	15.87	1	10.00	3.63
2年期	-	-	-	3	42.00	9.52	0	-	-
3年期	17	327.60	63.62	11	133.00	30.16	10	170.40	61.87
5年期	2	43.00	8.35	-	-	-	1	10.00	3.63
10年期	0	-	-	-	-	-	1	10.00	3.63
特殊期限	10	119.30	23.17	10	163.00	36.96	3	50.00	18.16

注：特殊期限主要为含选择回售权的债券。

资料来源：联合资信COS系统

由于熊猫债券相关监管日渐完善以及2018年下半年国内债券违约频发、投资者信用偏好下降等因素影响，熊猫债券信用等级依旧高度集中在AAA级。此外，AA+级熊猫债券发行1期，发行规模占比（5.45%）不高但有所上行；未予评级的熊猫债券共计发行5期，发行规模占比21.93%，同比基本持平，环比下降6.87个百分点，主要为超短期融资券和定向工具。

2019年上半年，公开发布债项等级的熊猫债券共14只，其中有4只熊猫债券委托两家评级机构进行了“双评级”。从债项评级的委托评级机构看，委托中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司进行评级的熊猫债券分别为6只和1只，占比分别为33.33%和5.56%，债项级别均为AAA；委托联合资信评估有限公司及联合信用评级有限公司进行评级的熊猫债券分别为4只和1只，占比分别为22.22%和5.56%，除联合信用评级有限公司“19蓝思EB”评级为AA+外，所评债项级别均为AAA级；委托上海新世纪资信评估投资服务有限公司进行评级的熊猫债券共有4只，占比为22.22%，债项级别均为AAA级；委托大公国际资信评估有限公司进行评级的熊猫债券共有2只，占比为11.11%，债项级别均为AAA级。

熊猫债券发行利率明显回落

2019年上半年发行的熊猫债券仍主要采用固定利率和



资料来源：Wind，联合资信COS系统

表3 2018年—2019年上半年3年期AAA级熊猫债券发行利率情况

2018年上半年			2018年下半年			2019年上半年		
平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
4.98-5.95	10	5.44	4.13-5.28	8	4.70	3.00-4.09	7	3.60

资料来源：联合资信COS系统

累进利率方式，其中有16期采用固定利率，发行规模达225.4亿元，占熊猫债券发行总规模的81.84%，同比、环比均有所上升；采用累进利率方式发行的熊猫债券共有3期，发行规模达50亿元，发行规模占比同比和环比分别下降4.04和16.54个百分点，规模占比为18.16%。

我们选取2018年—2019年上半年在银行间市场发行的样本数量较多的3年期AAA级共计25期熊猫债券样本进行比较，发现2019年上半年在银行间市场发行的3年期AAA级熊猫债券的平均发行利率为3.60%，同比（5.44%）、环比（4.70%）分别下降1.84和1.10个百分点，熊猫债券融资成本出现了显著下行，主要是国内利率中枢同比、环比均出现下降所致。

三、2019年下半年熊猫债券市场展望

中美国债利差或将继续走扩，对熊猫债券市场继续形成一定的融资替代及挤出效应，下半年熊猫债券一级市场预计仍将呈现谨慎乐观的发行态势

2019年下半年，美联储开启降息的概率有所提升，美国国债收益率仍有进一步下行的空间。另一方面，随着财税刺激措施密集出台，中国经济在2019年下半年将大概率触底回升，中国国债收益率在下半年继续小幅走高的可能性较大。在此背景下，中美国债利差在下半年或将继续走扩，利好美元债券发行，对熊猫债券市场继续形成一定的融资替代和挤出效应。综合看，下半年熊猫债券一级市场预计将呈现谨慎乐观的发行态势。

金融监管趋紧将在一定程度上继续制约低资质主体的融资步伐

2019年以来，国家层面高度关注金融风险的防控。下半年，预计我国金融监管将继续延续趋严的态势，对于房地产

等行业加强金融风险防范力度,严控其信用风险。对于境外红筹房地产企业而言,预计下半年的融资环境依然偏紧。此外,在“一带一路”建设加快推进的背景下,虽然境外机构在境内发债、将募集资金用于“一带一路”相关用途的动力有所增强,但在整体风险偏好较低背景下,部分海外发行人仍将持续面临主体级别等资质方面的制约。

中国债券市场投资渠道的持续拓宽以及“一带一路”建设加快推进有利于熊猫债券投融资端的相互促进,中长期内利好熊猫债券市场发展

从熊猫债券市场的投、融资端看,上半年以来,“债券

通”持续顺利运行,4月以人民币计价的国债和政策性银行债被正式纳入彭博巴克莱全球综合指数;下半年,花旗富时全球政府债券指数也将于9月宣布是否将中国债券纳入其中。中国债市双向开放继续升级、投资渠道的拓宽令外资入市的意愿愈加强烈。截至今年6月末,境外机构持仓中国债券的规模再创历史新高,达到约1.65万亿元。中国债券市场投资渠道的持续拓宽和优化有利于吸引境外投资者配置人民币资产,提高熊猫债券的海外投资人认购比例,同时也有利于投、融资端的相互促进,带动更多海外发行人了解并参与中国熊猫债市场,中长期内对熊猫债券市场的发展形成良性促进效应。///

葡萄牙发行欧元区首单主权熊猫债

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

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。///

2019年二季度公司债利差分析报告

——公司债发行利率和利差同比下行, 信用等级对利差区分显著

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 李天娇

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模明显增加

2019年二季度(以下简称“本季度”),我国交易所市场共有449家发行人发行公司债¹(包括一般公司债和私募债)566期,发行规模合计6223.81亿元²。本季度公司债发行期数、发行家数和发行规模环比分别增长44.02%、47.70%和46.11%;同比分别增长52.97%、57.54%和61.98%。公司债发行量大增主要是因为本季度流动性整体处于合理充裕状态,再加上城投公司发债条件放松³以及到期债券规模较高导致再融资需求增加。

与上期相比,私募债发行量仍超一般公司债

本季度,一般公司债发行期数、发行家数和发行规模在公司债总发行期数、总发行家数和总发行规模中的占比

分别为37.46%、34.74%和42.11%,占比较上期(42.75%、41.12%和51.06%)和上年同期(54.32%、55.79%和63.16%)均有所下降。

二、级别分布⁴

一般公司债债项级别仍向AAA级集中

本季度,一般公司债债项级别仍然分布于AAA级~AA级。

本季度,AAA级一般公司债的发行期数和发行规模仍然最多,在总发行期数和发行规模中的占比分别为73.11%和83.68%,期数占比环比和同比均上升3个百分点,规模占比环比持平,同比上升3个百分点;AA+级发行期数和发行规模占比分别为21.70%和14.27%,期数占比环比下降3个百分点,同比上升3个百分点,规模占比环比和同比均持平;AA

表1 公司债发行情况 单位:期、家、亿元

券种	2019Q2			2019Q1			2018Q2		
	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模
一般公司债	212	156	2620.80	168	125	2174.94	201	159	2426.83
私募债	354	297	3603.01	225	184	2084.72	169	132	1415.44
总计	566	449	6223.81	393	304	4259.66	370	285	3842.27

注:发行家数为各券种发行人去重后的发行家数合计统计量
数据来源:联合资信COS系统

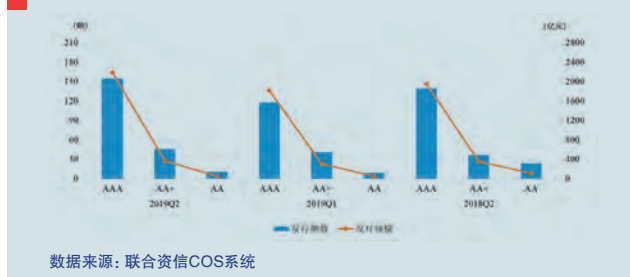
¹ 不包含证券公司债券。

² 按起息日统计,以下同。

³ 3月,沪深交易所窗口指导放松城投公司发行公司债的申报条件,对于到期债务六个月内的债务,以借新还旧为目的发行公司债,放开政府收入占比50%的上限限制,但不允许配套补流。

⁴ 由于私募债信息披露有限,从本节起,仅对一般公司债进行级别分布、发行利率和发行利差分析。

图1 一般公司债项信用等级分布情况



级发行期数和发行规模占比分别为5.19%和2.05%，期数和规模占比环比变化不大，同比分别减少6个和3个百分点。

整体来看，本季度一般公司债发行期数和发行规模呈现进一步向AAA级集中趋势。

三、发行利率及利差分析

各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行

本季度，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，保证了资金面的整体稳定。央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。同时，央行自2019年5月15日开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位⁵；于6月10日通过民营企业债券融资支持工具（CRMW）对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进，加强对中小银行流动性支持。在此背景下，市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，交易所3年期和5年期国债到期收益率于2018年全年呈波动下行走势，2019年以来走

势较为平稳，本季度平均水平（2.96%和3.13%）较2019年一季度（2.74%、2.96%）略有上升，较2018年二季度（3.32%、3.43%）有所下降。

从发行利率来看，本季度AAA级、AA+级和AA级3年期一般公司债的平均发行利率分别为4.18%、5.54%和5.87%，AAA级、AA+级和AA级5年期一般公司债的平均发行利率为4.59%、5.00%和7.40%，平均发行利率基本呈现随级别的降低和期限上升而逐步上行的趋势。

本季度AAA级和AA+级一般公司债平均发行利率环比均有所上行，与国债利率走势一致；AA级3年期一般公司债平均发行利率环比明显下行，或与本季度发行人中城投公司占比（66.67%）较高（而上季度城投公司占比为20%）有关，也可能受样本量过少影响。本季度各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行，与国债利率走势一致。

各级别一般公司债平均发行利差同比均有所收窄

本季度统计样本为发行量相对较大的3年期和5年期⁶一般公司债券，共计144期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述144期一般公司债作为利差分析样本。

本季度，AAA级和AA级3年期一般公司债平均发行利差环比均有所收窄，AA+级3年期、AAA及AA+级5年期一般公司债平均发行利差环比均有所扩大，反映出市场对AA+级3年期和长限公司债信用风险认可度相对较低，风险溢价要求较高。与上年同期相比，本季度各级别各期限一般公司债平均发行利差均有所收窄。

本季度，一般公司债债项等级对利差均值呈现出明显的区分度，债券信用等级越低，平均发行利差均值越高；3年期AA+~AAA级级差比AA~AA+级高，表明投资者对于3年期AA+级及以下公司债风险溢价要求较高，避险情绪增强；AAA级和AA+级一般公司债的变异系数

⁵ 《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》，中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次，分三次调整到位：自2019年5月15日起，下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年6月17日起，再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年7月15日起，下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至8%，其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的，同时停止执行该项政策。

⁶ 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为3年。

表2 一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限(年)	债项级别	样本数	发行利率(%)		发行利差		
				区间	均值	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
2019Q2	3	AAA	85	3.67-7.00	4.18	121.49	-	58.19
		AA+	31	4.07-7.80	5.54	258.01	136.52	48.56
		AA	6	5.00-6.60	5.87	285.31	27.30	21.81
	5	AAA	19	4.02-6.80	4.59	146.54	-	45.78
		AA+	1	5.00-5.00	5.00	195.16	48.62	-
		AA	2	6.40-8.40	7.40	427.17	232.01	36.94
2019Q1	3	AAA	62	3.45-6.00	4.07	130.48	-	41.25
		AA+	21	4.00-7.50	5.03	225.79	95.31	46.84
		AA	5	7.36-7.80	7.58	483.32	257.53	3.90
	5	AAA	20	3.73-5.30	4.21	125.08	-	32.76
		AA+	1	4.48-4.48	4.48	157.53	32.45	-
		AA	5	5.50-7.80	6.66	325.90	156.23	23.98
2018Q2	3	AAA	84	4.50-7.00	5.05	174.72	-	26.25
		AA+	21	4.99-7.60	6.10	278.59	103.87	31.15
		AA	11	5.90-8.50	7.21	387.16	108.57	20.77
	5	AAA	16	4.78-5.47	5.11	169.67	-	8.71
		AA+	5	5.50-7.80	6.66	325.90	156.23	23.98
		AA	5	5.50-7.80	6.66	325.90	156.23	23.98

注：1. 发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额；2. 级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA级无级差；3. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；4. 如果债券或发行人具有双评级或多评级，当级别相同，则按一次统计，当级别不同，则按不同级别分别统计
资料来源：联合资信COS系统

较高，可能存在投资者对部分AAA级和AA+级一般公司债的信用风险认可度不一致的现象；各评级一般公司债利差的变异系数环比变化不大，利差稳定性与2019年一季度表现大致相同，同比均有显著上升，利差稳定性较2018年二季度有所下降。

3年期AAA级和AA+级一般公司债信用等级利差区分度较好

我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法，对本季度3年期⁷一般公司债发行利差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，3年期AAA级和AA+级一般公司债利差差异显著，表明信用等级对3年期AAA级和AA+级一般公司债风险定价具有较好的区分度，市场投资者对评级机构所评的AAA级和AA+级的评级结果认可度较高。但是AA+级和AA级利差差异不显著，可能是由于AA级样本量较少（6期）所致。

表3 2019年二季度一般公司债债项等级对利差影响的显著性检验

期限(年)	信用等级	AAA	AA+
3	AA+	0.000	-
	AA	0.000	0.134

资料来源：联合资信COS系统

四、下半年展望

展望下半年，政策仍将继续鼓励实体经济融资，改善民营企业和中小企业融资难、融资贵问题，央行仍将维持宽松基调，流动性保持合理充裕状态；另一方面，全球经济放缓，我国经济下行压力仍存，信用风险事件持续暴露，债券到期或回售压力仍较大（2019年下半年公司债到期规模（不含回售）为4724.30亿元，若包括回售金额，则高达13057.60亿元），弱资质企业将继续面临较大风险，不同资质企业的

⁷ 由于5年期AA+级和AA级样本量分别只有1期和2期，因此未对5年期一般公司债发行利差进行显著性检验。

信用利差仍将继续分化。

此外，5月以来，房企融资监管政策进一步加强。5月17日银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，强调不得向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资。5月31日，央行与证监会暂停部分房企的债券及ABS融资。6月13日陆家嘴论坛上中国银保监会主席郭树清表示“房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。”7月以来，银保监会对房地产信托展开了一系列调查、约谈、警示。7月

11日，光大信托被曝将暂停新增融资，进行余额管控；其他多家信托也受到了类似的窗口指导。7月12日，国家发改委又出台《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确提出，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。在此背景下，房企融资渠道进一步收紧，再加上到期规模较高（2019年下半年房地产企业到期偿还规模为1047.21亿元，若加上回售金额，则高达3058.39亿元），行业整体偿债压力较大，预计一些融资渠道较少、前期投资较为激进、杠杆率较高的房企的发行利差将有所扩大，信用风险需重点关注。//



2019年上半年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差明显下降,信用评级对利差区分显著

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文 罗润方

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%¹;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+、AA²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。

一、信用等级分布情况³

2019年上半年,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继续保持了较高的增速,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%,

单只平均发行规模为5.49亿元,同比下降26.79%。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%,单只平均发行规模环比下降25.71%。

从发行只数看,2019年上半年所发资产支持证券的信用等级分布主要集中在AAA级~AA级和无评级层,与2018年同期相比,AAA级~AA级的占比均有所下降,无评级层占比大幅提升。AAA、AA+和AA级占比分别下降3.24、2.19和1.64个百分点,无评级层占比提高7.25个百分点。

从发行金额看,2019年上半年资产支持证券的规模分布主要集中于AAA级、AA+级和无评级层,与2018年同期相



¹ 只数按分层结果统计,每单资产支持证券包含多只分层证券,例如,某单资产支持证券包含优先级A、优先级B和次级,则单数为一单,只数统计为三只。

² 银行间市场结构化产品的信用评级带有“sf”下标,部分交易所市场结构化产品的信用评级目前没有“sf”下标,为简化标识,本文所有评级符号均不加下标“sf”。

³ 本报告统计范围为在银行间市场发行的资产支持证券和资产支持票据,以及交易所市场发行的资产支持证券,数据下载日期为2019年7月8日,按发行人付费评级机构的信用评级进行统计,如有两家以上发行人付费评级机构的信用评级,以较低信用评级为准。

表1 2019年上半年发行资产支持证券信用等级分布表(按只数) 单位: 只、%

信用等级	2019上半年只数	2018上半年只数	同比增长	2019上半年只数占比	2018上半年只数占比	只数占比变化
AAA	806	469	71.86	47.08	50.32	-3.24
AA+	216	138	56.52	12.62	14.81	-2.19
AA	38	36	5.56	2.22	3.86	-1.64
AA-	2	4	-50.00	0.12	0.43	-0.31
A+	4	1	300.00	0.23	0.11	0.12
A	1	1	0.00	0.06	0.11	-0.05
A-	3	0	/	0.18	0.00	0.18
BBB+	4	1	300.00	0.23	0.11	0.12
BBB-	5	5	0.00	0.29	0.54	-0.25
无评级	633	277	128.52	36.97	29.72	7.25
合计	1712	932	83.69	100.00	100.00	0.00

资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信、联合评级整理

表2 2019年上半年发行资产支持证券信用等级分布表(按金额) 单位: 亿元、%

信用等级	2019上半年金额	2018上半年金额	同比增长	2019上半年金额占比	2018上半年金额占比	金额占比变化
AAA	7487.70	5911.92	26.65	79.70	84.63	-4.93
AA+	488.35	317.56	53.78	5.20	4.55	0.65
AA	49.91	42.58	17.21	0.53	0.61	-0.08
AA-	2.36	8.12	-70.94	0.03	0.12	-0.09
A+	7.62	0.15	4980.00	0.08	0.00	0.08
A	6.00	0.32	1775.00	0.06	0.00	0.06
A-	2.37	0.00	/	0.03	0.00	0.03
BBB+	3.75	2.01	86.57	0.04	0.03	0.01
BBB-	1.98	1.17	69.23	0.02	0.02	0.00
无评级	1344.68	701.71	91.63	14.31	10.05	4.26
合计	9394.71	6985.54	34.49	100.00	100.00	0.00

资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信、联合评级整理

比, AAA级占比下降4.93个百分点, AA+级占比提高0.65个百分点, 无评级层占比显著提高, 为4.26个百分点。

总体看, 投资者仍然偏好高等级的资产支持证券, AA级(含)以上的只数占比超过60%, 金额占比超过85%, 同时无评级的资产支持证券的发行增长较快, 只数占比超过三分之一, 金额占比接近15%。

二、利率分析⁴

2019年上半年, 随着债市流动性的逐步宽松, 资产支持

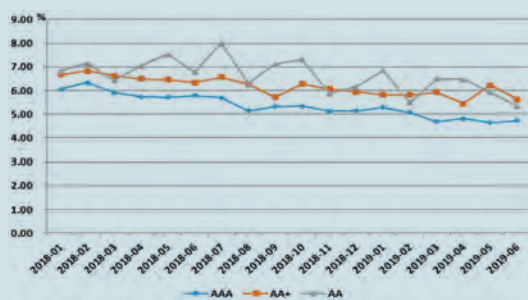
证券的发行利率总体呈下行趋势: AAA级资产支持证券的发行利率整体下行; AA+级资产支持证券的发行利率在5月出现反弹, 但整体下行; AA级资产支持证券的发行利率在3月和4月反弹, 但快速下行。AAA、AA+、AA级资产支持证券的平均发行利率分别为4.85%、5.83%和6.28%, 同比2018年上半年分别下降100BP、76BP和78BP, 环比2018年下半年分别下降46BP、37BP和29BP。与上年同期相比, AAA级和AA+级之间的级差扩大24BP, AA+级和AA级之间的级差缩小2BP; 与2018年下半年相比, AAA级和AA+级之间的级差

⁴ 由于样本量太小, 在统计发行利率时没有考虑期限的影响, 同时剔除了缺少发行利率的样本。

扩大9BP, AA+级和AA级之间的级差扩大8BP, 说明投资者仍然更偏好高等级的资产支持证券。总体看, 资产支持证券信用等级越低, 其发行利率越高, 说明信用评级对发行利率具有较为显著的区别性。

从银行间市场和交易所市场所发行资产支持证券对比来看, 银行间市场资产支持证券各等级发行利率均值均低于交易所市场, AAA、AA+和AA级发行利率均值两者分别相差90BP、142BP和39BP, 反映了两者在发起机构类型、基础资产类型、原始权益人信用、投资人结构等方面的差异。

图1 2019年上半年资产支持证券发行利率走势图



资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信、联合评级整理

三、利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后, 我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率⁵, 得到每只资产支持证券的发行利差。

2019年上半年, 新发资产支持证券的信用等级对其发行利差具有良好的区分度, 信用等级越低, 平均发行利差越高。AAA、AA+、AA级资产支持证券的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。由于违约趋于常态化, 投资者风险偏好下降, AAA级(不含)以下债券需要更高的风险溢价才能吸引投资者, 各信用等级之间的级差进一步扩大。与2018年上半年相比, AAA级和AA+级之间的级差扩大21BP, AA+级和AA级之间的级差扩大7BP; 与2018年下半年相比, AAA级和AA+级之间的级差扩大10BP, AA+级和AA级之间的级差扩大8BP, 各等级资产支持证券发行利差分布见表5。

从银行间市场和交易所市场对比来看, 前者各信用等级发行利差均值均低于后者, AAA级、AA+级和AA级两者分别相差95BP、128BP和31BP, 与在发行利率方面

表3 2019年上半年资产支持证券发行利率统计表

信用等级	样本数量(个)	发行利率区间(%)	发行利率均值(%)	级差(BP)	发行利率变异系数(倍)
AAA	795	2.97~9.20	4.85	—	0.25
AA+	210	3.20~12.00	5.83	98	0.26
AA	36	4.00~9.00	6.28	45	0.21

资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信、联合评级整理

表4 2019年上半年银行间市场和交易所市场资产支持证券发行利率对比表

信用等级	银行间市场发行利率均值(%)	交易所市场发行利率均值(%)	交易所市场—银行间市场(BP)
AAA	4.19	5.09	90
AA+	4.79	6.21	142
AA	5.98	6.37	39

资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信、联合评级整理

⁵ 银行间市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中债国债到期收益率, 交易所市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中证国债到期收益率, 剔除浮动利率样本。

表5 2019年上半年资产支持证券发行利差统计表

信用等级	样本数量(个)	发行利差区间(BP)	发行利差均值(BP)	级差(BP)	利差变异系数(倍)
AAA	795	30~595	210	—	0.57
AA+	210	68~955	304	94	0.48
AA	36	148~639	354	50	0.35

资料来源：联合资信COS系统，联合资信、联合评级整理

表6 2019年上半年银行间市场和交易所市场资产支持证券发行利差对比表

信用等级	银行间市场发行利率均值(%)	交易所市场发行利率均值(%)	交易所市场—银行间市场(BP)
AAA	141	236	95
AA+	210	338	128
AA	330	361	31

表7 2019年上半年资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA	AA+	AA
AAA	—	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	—	0.0174
AA	0.0000	0.0174	—

资料来源：联合资信COS系统，联合资信、联合评级整理

所反映的差别相似。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法，对AAA级、AA+级和AA级两两之间的利差分布进行

显著性检验。检验结果见表7，在95%的置信水平下，AAA级和AA+级、AAA级和AA级、AA+级和AA级之间均通过检验，具有显著性差异，说明信用等级对发行利差具有显著区分性。//



2019年第二季度短期融资券利差分析报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 罗润方 王自迪

一、短融发行基本情况

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。

从发行期数来看，AAA级主体所发短融期数超过AA+级主体，在总发行期数中的占比(41.07%)最高，期数占比环比和同比均有不同程度上升；AA+级主体所发短融的期数占比(33.93%)同比和环比均有不同程度下降；AA级主体所发短融的期数占比(25.00%)环比小幅上升、同比小幅下

降。短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，AAA级主体仍为短融发行规模最大的主体级别，规模占比(58.04%)环比和同比均有所上升；AA+级主体所发短融的规模占比(27.08%)环比和同比均有不同程度下降；AA级主体所发短融的规模占比(12.14%)环比略有上升，但同比有所下降。短融发行规模向AAA级集中趋势进一步明显。

图1 短融发行主体信用等级分布



数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表1 2014年至2019年第二季度短融发行基本情况表

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年第二季度	环比增长(%)	同比增长(%)
期数(期)	1072	1105	687	463	422	112	-12.50	25.84
家数(家)	782	799	520	334	282	97	-11.82	29.33
规模(亿元)	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	4193.30	965.70	-17.64	12.55

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表2 2018年至2019年第二季度短融取消和推迟发行情况表

项目	2018年一季度	2018年二季度	2018年三季度	2018年四季度	2019年一季度	2019年二季度	环比增长(%)	同比增长(%)
期数(期)	18	20	15	7	5	6	20.00	-70.00
家数(家)	17	20	15	7	5	6	20.00	-70.00
规模(亿元)	106.00	107.10	63.80	28.00	24.00	27.00	12.50	-74.79

数据来源：Wind，联合资信整理

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。

二、利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融均采用固定利率发行。

本季度，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，保证了资金面的整体稳定。央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。同时，央行自2019年5月15日开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位¹；于6月10日通过民营企业债券融资支持工具（CRMW）对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进，加强对中小银行流动性支持。在此背景下，银行间市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，本季度一年期贷款基准利率维持在2015年三季度以来的4.35%的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率于2018年全年呈小幅下行走势，2019年以来走势较为平稳，本季度略有上升，平均

水平（2.65%）较2019年一季度（2.40%）略有上升，但较2018年二季度（3.13%）则有所下降。

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。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债到期收益率、市场化程度较高的一年期SHIBOR（上海银行间同业拆借利率）以及R007（七天期银行间质押式回购加权平均利率）利率走势均较为一致，但波动相对较大；各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较2019年一季度略有减少，但较2018年二季度有所增加。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。

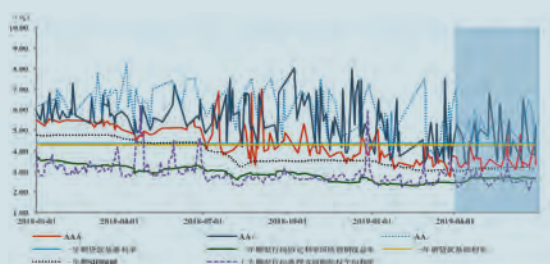
三、利差分析

本季度，剔除2期发行期限在1年内的、4期有担保的以及1期在上市后两周内未发生交易的短融后，短融样本共计105期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述105期短融作为利差分析样本。

目前，短融的信用评级包括主体信用等级的评定和债项信用等级的评定。由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

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（见图3），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（见表3）。

图2 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图



注：剔除发行期限在1年内的和有担保的短融
数据来源：中国人民银行、上海清算所、Wind，联合资信整理

¹ 《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》，中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次，分三次调整到位：自2019年5月15日起，下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年6月17日起，再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点。自2019年7月15日起，下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至8%，其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的，同时停止执行该项政策。

本季度，一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致：新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出明显的区分度（见表4），主体信用等级越低，平均发行利率、利差I和利差II的均值越高；AA+级与AAA级的级差相对较高，表明投资者对AA+级及以下级别主体的风险溢价要求较高，避险情绪增强；AA+级主体的利差I和利差II的变异系数仍然最高，可能存在投资者对AA+级发行人所发短融的信用风险的认可度不一致的现

象；各等级发行人的利差I和利差II的变异系数环比变化不大，利差稳定性与2019年一季度表现大致相同，同比均有显著上升，利差稳定性较2018年二季度有所下降。


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，各等级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。 

图3 各级别发行主体所发短融对应的利差I走势

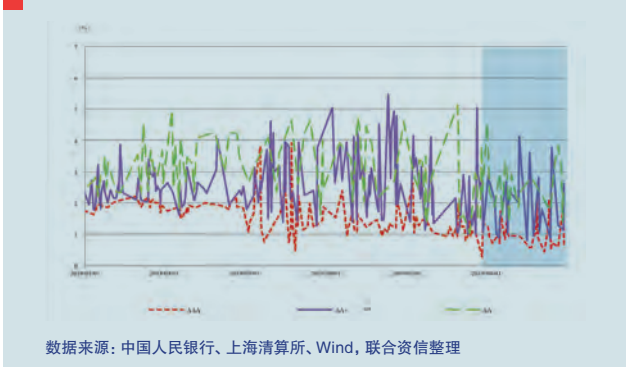


图4 各级别发行主体所发短融对应的利差II走势

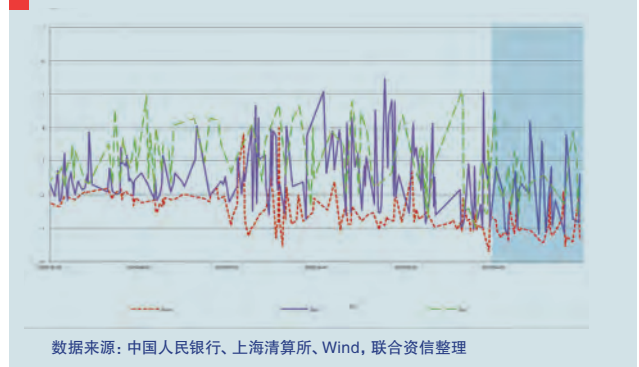


表3 2019年二季度各级别发行主体所发短融对应的利差I、利差II情况

主体级别	利差I均值 (BP)			利差II均值 (BP)		
	2018Q2	2019Q1	2019Q2	2018Q2	2019Q1	2019Q2
AAA	180.96	114.33	102.73	180.78	116.98	104.06
AA+	239.33	208.80	197.27	239.69	208.24	196.23
AA	355.36	271.70	256.44	355.90	271.18	253.07

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表4 2019年二季度各级别发行主体所发短融对应的利率和利差情况

主体级别	样本数量	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差I			利差II		
				均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	44	3.09~5.03	3.68	102.73	-	44.43	104.06	-	43.92
AA+	37	3.40~6.80	4.61	197.27	94.54	55.74	196.23	92.17	56.36
AA	24	3.73~7.20	5.21	256.44	59.17	44.23	253.07	56.84	43.76

注：级差为本信用等级利差均值减去比该信用等级高1个子级的利差均值；变异系数为利差标准差与利差均值的比

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表5 2019年二季度各级别发行主体所发短融利差的显著性水平

	利差I:发行利差		利差II:交易利差	
	AAA	AA+	AAA	AA+
AA+	0.000	-	AA+	0.000
AA	0.000	0.016	AA	0.018

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

违约案例

大连天宝绿色食品股份有限公司

一、主体概况

大连天宝绿色食品股份有限公司（以下简称“天宝食品”或“公司”）是一家以出口为主的农副食品加工型企业，在美国和日本设有子公司。公司主营业务主要由水产品加工、农产品加工、冰淇淋制造、药品销售和仓储构成。公司成立于1997年，前身为大连天宝绿色食品有限公司（以下简称“天宝有限”）；2001年5月，天宝有限变更为大连天宝绿色食品股份有限公司；2008年2

月，公司在深圳证券交易所上市。公司为民营企业。

公司于2017年通过非公开发行公司债券（“17天宝01”）方式募集资金总额为人民币5亿元，票面利率为7%，债券期限3年，附第2年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“17天宝01”应于2019年3月9日（遇节假日顺延至2019年3月11日）兑付回售本息，因公司兑付本息暂时存在一定困难，经公司与债券持有人协商一致，同意公司延期至2019年4月9日兑付“17天宝01”本息5.35亿元及延期兑付期间产生的利息。2019年4月9日，公司仍未能支付债券回售本息。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
17天宝01	2017-03-09	2020-03-09	2019-03-11	5.35	-	-	私募债	-	未按时兑付回售款和利息

注：1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；

2. 回收规模为截至2019年8月23日该期债券已经偿付的利息和本金，单位为亿元；

3. 债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别

资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2017-03-24	公司披露2016年年报，营业总收入（14.77亿元）同比减少3.88%，净利润（1.82亿元）同比增加16.7%。
2018-01-08	公司变更会计师事务所，由瑞华会计师事务所改聘为利安达会计师事务所。
2018-04-12	公司公告称黄作庆辞去总经理职务、李宏泽和高健辞去副总经理职务，并新聘李宏泽为总经理。
2018-04-17	公司披露2017年年报，营业总收入（14.65亿元）同比减少0.81%，净利润（1.34亿元）同比减少26.37%。
2018-07-11	公司拟用自有资金出资2亿元认购上海襄蓝资产管理有限公司发起设立的天宝农业投资并购产业私募基金的基金份额。
2018-08-29	公司2018年中报显示，2018年上半年公司营业收入（5.16亿元）同比下降16.81%，利润总额（0.28亿元）同比下降68.71%，归属于上市公司股东的净利润（0.27亿元）同比下降68.34%。
2018-09-10	由于公司控股股东大连承运投资集团有限公司（以下简称“承运投资”）及实际控制人黄作庆对持有公司股份被司法冻结一事未及时履行报告与披露义务，深交所对二者给予通报批评处分并记入上市公司诚信档案。

日期	事件
2018-10-26	公告称由于尚未按期完成2018年应偿还本金和利息金额，国家开发银行大连市分行宣布全部贷款于2018年9月22日提前到期，逾期贷款金额合计本金6.17亿元人民币、5145万美元，利息1597万元人民币、201万元美元。同时，公司向中国进出口银行贷款发生逾期利息合计1126万元人民币。公司逾期贷款金额合计约占公司2017年度经审计净资产的36.73%。同日，公司称基于宏观经济形势及市场环境的变化，终止参与天宝农业投资并购产业私募基金。
2018-11-09	公司再次变更会计师事务所，由利安达会计师事务所改聘为大华会计师事务所。
2018-11-30	公司因未在生效法律文书的期限内向北京合润德堂文化传媒有限责任公司支付130万元广告费，被大连市金州区人民法院列入失信被执行人。
2018-12-07	公司发布公告称为进一步完善和提升公司产业发展布局，拟与大连禄宝商贸有限公司共同投资设立控股子公司大连天葆绿色食品有限公司，注册资本为人民币100万元，其中天宝食品通过公司自有资金出资人民币51万元。
2019-02-11	公司第三大股东深圳前海天宝秋石投资企业(有限合伙)拟减持其所持有的本公司股份。
2019-02-14	公司再次变更会计师事务所，由大华会计师事务所改聘为致同会计师事务所。
2019-02-28	公司发布2018年业绩快报(未经会计师事务所审计)，称2018年度实现营业收入(10.39亿元)同比下降29.10%，营业利润(亏损1.60亿元)同比下降217.02%，净利润(亏损1.63亿元)同比下降219.16%。同日，公司公告称对截至2018年12月31日的公司及下属控股子公司各类资产进行了全面清查，2018年度拟计提各项资产减值准备合计7433万元，将分别减少公司2018年度归属于母公司所有者的净利润、所有者权益7433万元。
2019-03-09	公司发布公告称兑付本息暂时存在一定困难，经公司与债券持有人协商一致，同意公司延期至2019年4月9日兑付“17天宝01”本息5.35亿元及延期兑付期间产生的利息。
2019-03-11	公司发布新增银行贷款逾期公告。公告称由于新增三笔贷款逾期，公司向中国进出口银行贷款发生逾期本息合计增加至3.03亿元。
2019-03-30	公司披露2019年一季度业绩预告，预测净利润亏损1.60亿元至1.40亿元，公司称原因主要为：财务费用较去年同期增加(因汇率变动引起汇兑损失增加及公司债务逾期导致计提罚息增加等所致)；报告期计提资产减值准备增加；因市场等因素影响，公司主营业务销售收入有所下降。
2019-04-09	公司发布公告称受公司资金流动性持续紧张的影响，截至2019年4月9日，公司未能筹集到期兑付资金，导致公司仍未能按时兑付“17天宝01”本息。

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况
资料来源：联合资信根据公开信息整理

三、主体违约原因

全球市场需求低迷叠加汇率波动，出口型企业盈利能力不稳定

公司属于以出口为主的农副食品加工型企业，在美国和日本设有子公司。核心业务均有涉及海外市场，并且作为公司主要业务收入和利润来源的水产品加工业务全部面向海外市场。在当前全球市场需求低迷、中美贸易战、汇率风险上升的背景下，公司盈利能力存在不稳定性。2016年开始，企业盈利能力下降已现苗头，当年公司虽然实现了净利润的增长(增幅为16.70%)，但营业收入同比下降(降幅为3.88%)。2016年年报显示，净利润增长主要受益于业务发展整体呈现平稳态势以及报告期内债项利息减少、外币汇率变化。2017年开始，由于人民币对美元升值导致销售收入减少、原料采购价格上涨导致成本增加，且公司加大债务融资力度导致报告期内债项利息增加，净利润同比出现大幅下降(降幅为26.37%)。2018年上半年公司净利润(0.27亿元)同比下降68.34%，水产品销售收入(3.44亿元)同比减少13.08%。

新建项目未达预期收益

水产品加工、冰淇淋制造和农产品加工行业市场参与者

众多，竞争激烈，公司盈利水平略低于同行业公司。在此情况下，公司仍采取了较为激进的发展战略，通过银行贷款、非公开发行股票、发行债券、股票质押等方式，持续投入大量资本新建水产品加工和冰淇淋加工车间项目，至2018年上半年累计投入5.86亿元，其中冰淇淋加工车间项目累计投入3.78亿元。但由于产能未达预期、2017年度未实现冰淇淋出口美国销售，冰淇淋加工车间项目尚未达到预期收益。2018年上半年公司冰淇淋产品销售收入(713.70万元)同比减少91.48%，而由于在建工程转为固定资产，2018年上半年公司固定资产计提折旧同比增长149.70%。

公司内控存在缺陷，实际控制人违规操作，审计机构频繁更换

大连证监局经核查发现公司内部控制存在缺陷，包括：公司公章使用不规范，存在董事长未经登记自行使用公章情况；公司收到民事裁定书等重要文件后，未按照重大事项报告制度及时告知信息披露责任部门。控股股东承运投资和实际控制人黄作庆在未履行审批决策程序及公司印章使用流程的情况下使用公司公章，致使公司为两笔借款合同分别承担第三方无限连带责任、担保责任。此外，公司审计机构更换频率偏高，分别于2018年1月、2018年11月和2019年2月更换3家会

计师事务所, 频繁更换会计师事务所导致公司财务报告审计工作的连续性偏低。在收到深交所关于应收账款余额较去年同期出现大幅增长的问询函后, 由于会计师事务所为新聘机构, 未对公司以前年度实施过审计, 导致无法在深交所规定时间内完成核查工作。

大规模贷款逾期, 应收账款占比较高, 公司流动性紧张

由于公司大规模贷款建设的冰淇淋项目并未达到预期收益, 加之主营产品加工业务收益偏低且呈下滑趋势, 2018年公司无法按时偿还国家开发银行和中国进出口银行贷款, 并导致国家开发银行贷款于2018年9月22日提前到期, 逾期贷款金额合计约占公司2017年度净资产的36.73%。与此同时, 控股股东承运投资和实际控制人黄作庆的股份已被依法冻结, 且公司由于拖欠广告费被列为失信被执行人名单, 在企业整体融资环境趋紧的大背景下, 公司再融资能力骤降。资产变现能力方面, 公司流动资产中应收账款占比较高, 变现能力较弱。2017年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少18.05%。同时, 由于原料采购价格上涨, 公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加24.59%, 进而导致公司流动性紧张, 经营活动产生的现金流量净额大幅下降。■



表3 主要财务指标

财务指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年三季度
资产总额(亿元)	41.93	45.70	47.79	51.27	50.82
所有者权益(亿元)	17.65	19.06	26.55	27.56	27.75
长期债务(亿元)	12.71	12.97	10.54	17.73	13.15
全部债务(亿元)	18.45	17.23	17.98	20.40	19.73
营业收入(亿元)	16.07	15.37	14.77	14.65	5.16
利润总额(亿元)	1.37	1.58	1.86	1.37	0.28
EBITDA(亿元)	2.93	3.07	3.02	2.85	1.84
经营性净现金流(亿元)	-0.43	1.47	2.42	-2.91	1.84
营业利润率(%)	18.34	20.80	20.13	21.25	17.66
净资产收益率(%)	7.64	8.16	6.84	4.86	0.99
资产负债率(%)	57.91	58.29	44.46	46.25	45.40
全部债务资本化比率(%)	51.12	47.48	40.38	42.54	41.55
流动比率(%)	162.88	183.86	265.84	644.37	335.56
全部债务/EBITDA(倍)	6.22	5.50	5.94	7.05	10.66
EBITDA利息倍数(倍)	3.59	4.11	6.87	4.21	3.05
经营现金流动负债比(%)	-3.85	12.37	27.39	-70.28	22.73

资料来源: 联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

中办国办：专项债券可作为重大项目资本金

近日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，《通知》规定，对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资；鼓励金融机构提供配套融资支持，支持项目采取“专项债+贷款”组合拳的方式融资。另外，《通知》要求地方政府要按照一一对应原则，将专项债券严格落实到实体政府投资项目。此举将进一步健全地方政府举债融资机制，推进专项债券管理改革，增加专项债券规模，促进经济运行在合理区间。

(摘自证券时报, 2019年6月11日)

发改委：地方政府不得为地方国企发行外债提供担保

2019年6月13日，发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确地方国有企业作为独立法人承担外债偿还责任，地方政府及其部门不得直接或承诺以财政资金偿还地方国有企业外债，不得为地方国有企业发行外债提供担保。《通知》规定，所有企业（含地方国有企业）及其控制的境外企业或分支机构发行外债，需由境内企业向国家发展改革委申请备案登记；所有企业（含地方国有企业）发行外债申请备案登记应提交申请材料的真实性承诺函，并由企业主要决策人员签字确认。地方国有企业发行外债申请备案登记需持续经营不少于三年；

承担地方政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债；地方国有企业发行外债应加强信息披露。

(摘自发改委网站, 2019年6月13日)

发改委：房企发外债只能置换未来一年到期的中长期境外债务

2019年7月12日，国家发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房地产企业在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、经发改委备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房地产企业发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况；房地产企业应制定发行外债总体计划，统筹考虑汇率、利率、币种及企业资产负债结构等因素，稳妥选择融资工具，灵活运用货币互换等金融产品，合理持有外汇头寸，保持境内母公司外债与境外分支机构外债、人民币外债与外币外债、短期外债与中长期外债、内债与外债合理比例，有效防控外债风险。

(摘自凤凰网财经, 2019年7月12日)

财政部发文健全土地储备专项债券项目控制机制

2019年6月21日，财政部、自然资源部联合印发《土地储备项目预算管理办法（试行）》，要求土地储备项目按照全生命周期管理的要求，分别编入地方政府中期财政

规划和年度收支预算。土地储备项目预算按规定纳入地方政府性基金预算管理，年度预算执行中遵循以收定支、先收后支的原则。土地储备项目应当实现总体收支平衡和年度收支平衡。财政部门、自然资源主管部门组织和监督土地储备项目收支平衡、风险管控和资产评估。《办法》将进一步健全土地储备专项债券项目控制机制，有效防控专项债务风险，促进地方经济持续健康发展。

(摘自新华网, 2019年6月21日)

央行：进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

2019年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；持续优化完善金融市场开放措施，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

《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，拟在进一步提高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)

探索违约债券市场化处置：拆借中心将试水首次回购违约匿名拍卖

2019年6月28日，央行发布《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见

稿)》，向社会公开征求意见，并明确了到期违约债券可以通过银行间债券市场交易平台进行转让。《公告》同时对到期违约债券信息披露方面提出了要求，明确了风险防范机制以及中介机构相关义务。在明确制度安排的同时，全国银行间同业拆借中心宣布，拟于7月2日进行首次回购违约匿名拍卖。此举有助于推动建立到期违约债券转让机制，引导专业资产处置机构等多元化主体参与，提高违约债券处置效率，有助于打好防范化解金融风险攻坚战，更好地发挥债券市场支持实体经济的基本功能。

(摘自中国新闻网, 2019年6月30日)

银保监会: 对后续保险资产支持计划实行注册制管理

2019年6月26日，银保监会发布《资产支持计划注册有关事项的通知》，对资产支持计划发行程序提出三方面的要求，首先，保险资产管理机构发起设立支持计划，实行初次申报核准、后续产品注册。其次，保险资产管理机构提交的注册材料，应当符合《关于规范保险机构报送资金运用请示、报告类文件的通知》等规定，以及中保登的相关要求。第三，中保登应当按照监管规定和经备案的注册规则，办理支持计划注册工作，并及时向银保监会报告注册工作情况和业务开展过程中发现的风险和问题。对后续保险资产支持计划实行注册制管理有利于提升资产支持计划发行效率，增加产品供给，丰富保险资金配置渠道，更好服务保险主业发展。

(摘自中证网, 2019年6月26日)

《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》发布

银保监会于近日修订并发布了《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合

资金信托有关事项的通知》。《通知》由原来的8条增加至19条，保留了保险机构投资资金信托的决策授权机制、专业责任人资质、基础资产范围、法律风险等要求；调整了信托公司条件、信托信用等级、关联交易、责任追究等内容；新增了禁止将信托作为通道、强化信托公司主动管理责任、对底层资产进行穿透、加强投资者适当性管理、设置投资比例限制以及信用增级安排和免增信条件等要求。《通知》规定，对于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级的信用级别。

(摘自银保监会网站, 2019年7月2日)

多家头部券商获准在银行间发行金融债

2019年6月26日，中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投证券、申万宏源证券、广发证券、招商证券等多家头部券商发布公告，表示已收到中国证监会监管意见书，对公司申请发行金融债券无异议。这是券商首次在银行间市场发行金融债，成为政策性银行、商业银行、保险公司之外的发行主体。据报道，为缓解中小非银机构流动性紧张问题，监管一方面对部分头部券商发行金融债进行松绑，同时相应提高券商发行短期融资券的发行额度。

(摘自21世纪经济报, 2019年6月26日)

债券回购违约处置细则明确

2019年6月17日，外汇交易中心、中债登、上清所均发布与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则，上述三部门发布的文件存在不少共通性，一方面，均涉及市场交易主体（如正回购方或出质方）出现违约情形后，如何处置回购债券或担保品（即债券）以弥补交易对手方损

失；另一方面，债券处置的方式主要包括协议折价、拍卖和变卖这三种，拍卖的方式有所不同。违约处置规则的制定有利于明确违约处置流程，提升处置效率，稳定市场预期。

(摘自证券时报网, 2019年6月18日)

“债券通”功能升级，报价机构再扩容

2019年7月3日，中国外汇交易中心、债券通公司与Tradeweb、Bloomberg等第三方平台升级多项“债券通”功能，“债券通”报价机构扩容至47家。“债券通”新增13家报价机构，分别是进出口银行、光大银行、平安银行、江苏银行、杭州银行、厦门银行、上海农村商业银行、申万宏源证券、东海证券、华泰证券、天风证券、浙商证券和瑞银证券。2019年7月3日，厦门银行、申万宏源证券、天风证券等多家新增报价机构已与“债券通”境外对手方达成交易，债券类型主要是国债及政策性银行债。

(摘自金融时报, 2019年7月3日)

银行间市场交易协会发文助力脱贫攻坚战

2019年6月6日，银行间市场交易商协会发布《非金融企业扶贫票据业务指引》及配套《非金融企业扶贫票据信息披露表》，进一步规范扶贫票据的注册发行。《指引》明确表示，支持企业开展扶贫票据结构创新，鼓励企业发行与精准扶贫项目效益挂钩的债务融资工具、以精准扶贫项目产生的现金流为支持的扶贫资产支持票据等符合国家精准扶贫政策的创新产品。此举意在贯彻党中央、国务院关于“坚决打赢脱贫攻坚战”的政策精神，规范非金融企业发行扶贫票据的行为，积极发挥债务融资工具市场助力脱贫攻坚的积极作用。

(摘自金融时报, 2019年6月11日)

市场动向

Market Trends

信托公司发力转型，资产证券化持续升温

信托公司布局资产证券化业务持续升温。根据Wind数据统计，今年1—5月，共有27家信托公司作为发行载体管理人在交易商协会发行了资产支持票据项目（ABN），规模合计894.30亿元，同比增长335.64%；12家信托公司发行了信贷资产证券化产品（CLO），规模合计2708.05亿元，同比增长17.31%。资产证券化作为一种标准化债务融资工具，可以加速盘活企业存量资金、引导社会资金进入实体经济。在信托业资产规模温和下降的情况下，资产证券化业务仍能实现逆势增长，显示出其作为信托业务转型抓手的优势。

（摘自金融时报，2019年6月10日）

中国首单交通运输领域长江大保护专项绿色债券获批

2019年6月14日，湖北省宜昌城市建设投资控股集团申报的10年期10亿元长江大保护专项绿色债券获国家发改委正式批复。该期债券是中国首单交通运输领域长江大保护专项绿色债券，也是中国首个多式联运项目专项绿色债券。根据批复要求，该期债券所筹资金将用于白洋港区世界银行贷款项目，项目位于三峡大坝和葛洲坝下游，重点构建水铁公空多式联运体系，集中采用岸电系统等节能环保措施，最大限度地实现绿色可持续发展，具有较强的绿色环保效益。

（摘自中国经济网，2019年6月14日）

江西赣江新区发行全国首单绿色市政专项债

2019年6月18日，江西省赣江新区绿

色市政专项债券（一期）在上海证券交易所成功发行。本期发行额3亿元，信用评级AAA，期限30年，参与投标机构33家，超额认购超12倍，发行利率4.11%，为全国首单绿色市政专项债。该发行有着重要的实践意义，中国已成为全球最大的绿色债券发行国，但具有政府信用的绿色主权债和绿色市政债券发展相对缓慢，而绿色市政专项债的推行可以丰富中国绿色债券品种，完善绿色债券市场结构。

（摘自中国新闻网，2019年6月20日）

券商发债半年总额接近去年全年七成

今年上半年，券商加速布局债券融资，已有49家券商通过债券融资活动为自身“补血”，发行总额达4236.8亿元，已接近去年全年发债规模的七成。据统计，券商发债融资方式包括证券公司债、短融券、证券公司次级债、可转债，发行规模分别为1724.6亿元、1389亿元、1088.2亿元和35亿元，其中证券公司债占券商发债融资总额40.7%，占比最高，但近年来在券商的融资渠道中占比下滑明显；头部券商因获流动性支持，短融券余额上限获提升，短融券已跃升为券商融资的重要渠道方式，上半年短融券融资规模同比增长超一倍。

（摘自证券日报，2019年7月2日）

江西发行全国首只高标准农田建设债券

2019年7月4日，江西省在上海证券交易所成功发行全国首只高标准农田建设专项债，发行额度为29.41亿元，期限5年，利率3.29%，募集资金用于高标准农田建设，破

解高标准农田建设资金筹措难题。当前，江西省高标准农田建设任务重，建设资金缺口大，到2020年需要建成2825万亩高标准农田，扣除2016年以前建的1667万亩，还需新建1158万亩；中低产田比例较高，且大多处在丘陵山区，高标准农田建设成本高，亩均建设成本超3000元，中央财政每亩补贴1000元左右。面对有限的财力，发行专项债券有利于高质量建设好高标准农田。

（摘自中国证券报，2019年7月8日）

保险公司争相发债补充资本金

在业务扩张、到期给付等综合因素的影响下，近年来部分保险公司的资本金日益紧张，亟须“补血”。根据公开信息统计，今年上半年，已有中国人寿、珠江人寿、百年人寿、平安产险4家保险公司获银保监会核准发行资本补充债券，发行规模分别不超过350亿元、35亿元、20亿元、100亿元，合计505亿元，从融资额来看，已经超过去年全年。有分析称，发行资本补充债券的门槛高，在银行间债券市场发行和交易，保险公司无需付出流动性溢价，融资成本较低、流动性大，同时交易灵活，投资者认购更加活跃，使得发行资本补充债成为保险公司融资的“新宠”。

（摘自上海证券报，2019年7月8日）

持有量近2万亿，境外机构连续7个月净增持人民币债券

中央国债登记结算有限责任公司最新数据显示，截至今年6月末，境外机构持仓中国债券的规模再创历史新高，一

举突破16452.38亿元；当月净增持346.19亿元，为外资连续第7个月增持中国债券。值得注意的是，境外机构6月大幅增持276亿元国债，增持幅度为2019年以来最大。近年来人民币债券在国际市场上备受“热捧”，与外资进入渠道的持续优化密不可分；中美国债利差进一步走扩，是中国债券受到外资青睐的又一个重要原因。

(摘自经济参考报, 2019年7月9日)

全国首单PPP储架式资产证券化项目获批

近日，中航信托参股并负责运营的四川省川投航信股权投资基金管理有限公司与国金证券合作的“国金-川投航信停车场PPP项目1-10号资产支持专项计划”在深交所获批，储架获批额度30亿元，首期发行规模5.3亿元。这是全国首单PPP储架式资产证券化项目。储架发行制度指发行人一次注册、多次发行的机制。该项目首次搭建了PPP+Pre-ABS（资产证券化前端的融资业务）+储架式ABS（储架式资产证券化）模型，破解了PPP项目面临的重大难点——资金的进入和退出，打通了基础设施领域的募、投、管、运、退全流程，形成“盘活存量-投资增量-再次盘活”的良性循环。

(摘自证券日报, 2019年7月9日)

全国地方AMC行业首单债务重组资产支持票据落地河南

2019年7月11日，全国地方AMC（资产管理）行业首单债务重组资产支持票据（ABN）落地河南。该单资产支持票据由中原资产管理公司发行，规模27亿元，优先级25亿元、次级2亿元。目前，金融机构认购规模达56.1亿元，认购倍数2.24倍，发行利率4.23%。本次ABN基础资产全部为中原资产收购的非金融企业债务重组类资产。此次债务重组资产

支持票据的成功发行，将有助于盘活公司存量资产、优化资产负债结构、实现公司高质量发展，同时对于地方AMC行业资产流转和创新融资也具有示范效应。

(摘自同花顺财经, 2019年7月12日)

上半年累计发行新增地方政府债券超2万亿元，稳投资支出超60%

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%；从资金支持领域看，稳投资支出超过60%。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。此外，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。

(摘自经济日报, 2019年7月23日)

非上市银行发行永续债松绑

为疏解银行资本补充压力，今年以来，监管层的支持性举措不断，相关政策利好也惠及非上市银行。日前银保监会同意渤海银行发行不超过300亿元人民币无固定期限资本债券。这也是监管首次批准非上市银行发行永续债。近两个月来，民生银行、华夏银行、浦发银行先后发行400亿元、400亿元、300亿元永续债，工行将于26日起发行800亿元永续债。从定价看，民生银行、华夏银行发行利率为4.85%，浦发银行为4.73%。据不完全统计，还有9家银行披露4500亿元永续债发行计划。

(摘自上海证券报, 2019年7月25日)

银行间债券市场境外机构投资者达1961家

中国外汇交易中心发布的数据显示，截至2019年6月底，共有1961家境外机构投资者进入银行间债券市场。其中，923家通过结算代理模式入市，较去年年末增长了149家；1038家通过“债券通”模式入市，较去年年末增长了535家。境外非法人产品仍为主要入市机构类型，上半年通过结算代理模式和“债券通”模式入市的非法人产品分别为142家和522家。2019年上半年，境外机构投资者共达成交易额2.1万亿元，交易量环比增长36%，同比增长31%，占同期现券市场总成交量的2%。通过结算代理模式达成1.3万亿元，通过“债券通”模式达成0.8万亿元，分别净买入3605亿元和1853亿元。境外商业银行和境外央行类机构交易最为活跃，境外机构投资者偏好投资于短期债券和关键期限债券。

(摘自金融时报, 2019年7月29日)

博源集团卖股抵债，信达资产战略入股远兴能源

内蒙古远兴能源股份有限公司于7月25日发布公告，公司控股股东内蒙古博源控股集团有限公司拟通过协议转让方式向中国信达资产管理股份有限公司转让其持有的2亿股公司股份，占总股本的5.096%。转让价格为转让协议签署日前一交易日股票收盘价的90%，总价款为4.55亿元。本次权益变动后，博源集团合计持有公司29.43%股份，仍为公司控股股东；信达资产的持股比例将增至5.096%。该笔转让价款将用于抵偿信达资产依法享有的对博源集团的相应债权。本次股份转让完成后，信达资产收购博源集团的违约债券形成的债务将全部处理完毕。

(摘自上海证券报, 2019年7月26日)

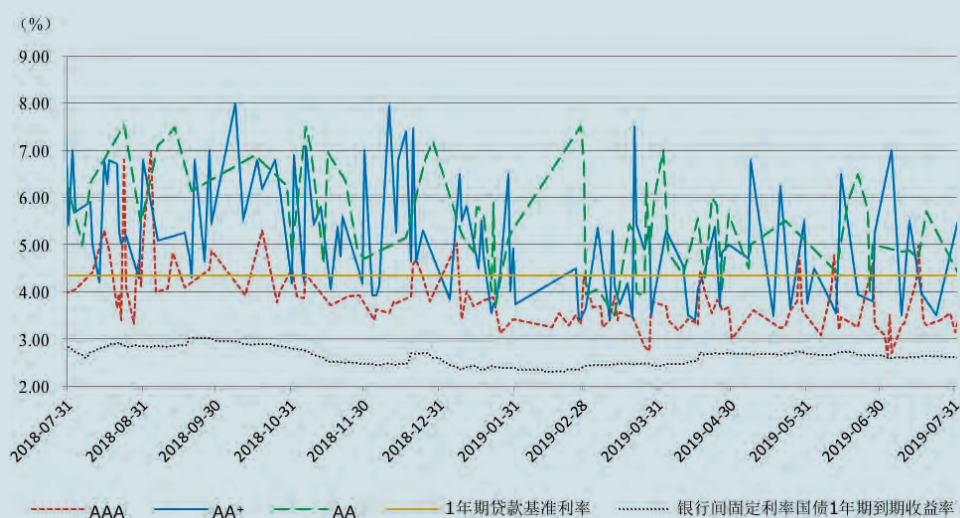
1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

2019年6月至2019年7月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持了银行间流动性的合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计13350.00亿元，逆回购到期18650.00亿元，实现净回笼5300.00亿元；通过中长期借贷便利（MLF）实现净回笼2135.00亿元；通过定向中期借贷便利（TMLF）净投放2977.00亿元；通过抵押补充贷款（PSL）实现净回笼297.00亿元；同时，央行还对金融机构开展了1197.60亿元的常备借贷便利（SLF）稳定债券短端利率。6月14日，央行增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利（SLF）额度1000亿元，加强对中小银行流动性支持¹，保持中小银行流动性充足。在此背景下，2019年7月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（4.04%、4.27%和4.34%）较6月（4.41%、4.46%和4.59%）均有所下降，而7年期企业债的平均发行利率（6.47%）较6月份（6.40%）有所上升。

表1 2019年6月—2019年7月债券平均发行利率

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2019年6月	2019年7月	2019年6月	2019年7月	2019年6月	2019年7月	2019年6月	2019年7月
AAA	3.71	3.53	3.97	4.03	4.36	4.09	5.32	6.35
AA+	4.68	4.69	5.57	5.41	4.97	4.74	6.80	6.54
AA	5.26	5.04	6.40	-	-	-	7.17	-
平均发行利率	4.41	4.04	4.46	4.27	4.59	4.34	6.40	6.47

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



¹ 中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向人民银行申请流动性支持。

2019年6月至7月，银行间1年期固定利率国债到期收益率稳中略有回落。整体来看，1年期短期融资券发行利率走势和1年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年7月，AAA级、AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.53%、5.04%）较6月均有所回落，AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.69%）较6月（4.68%）小幅上升。

2019年6月至7月，交易所国债3年期到期收益率稳中略有回落，3年期公司债的平均发行利率走势和3年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年7月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（4.03%）较6月略有上升，AA+级公司债的平均发行利率（5.41%）较6月（5.57%）有所回落。

2019年6月至7月，银行间5年期固定利率国债到期收益率稳中略有回落，5年期中期票据平均发行利率走势与5年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年7月，5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率（4.09%和4.74%）较6月（4.36%和4.97%）均有所下降。

2019年6月至7月，银行间7年期固定利率国债到期收益率稳中略有回落，7年期企业债平均发行利率与7年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年7月，7年期AAA级企业债的平均发行利率（6.35%）较6月有所上升，AA+级企业债的平均发行利率（6.54%）较6月（6.80%）有所回落。

在全球主要国家和地区货币政策趋向宽松、国内经济仍面临下行压力的背景下，预计央行将继续保持稳健的货币政策，松紧适度，合理安排工具搭配和操作节奏，以维持市场资金面的合理充裕，同时进一步聚焦服务实体经济、深化金融供给侧结构性改革、防范化解重大金融风险。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

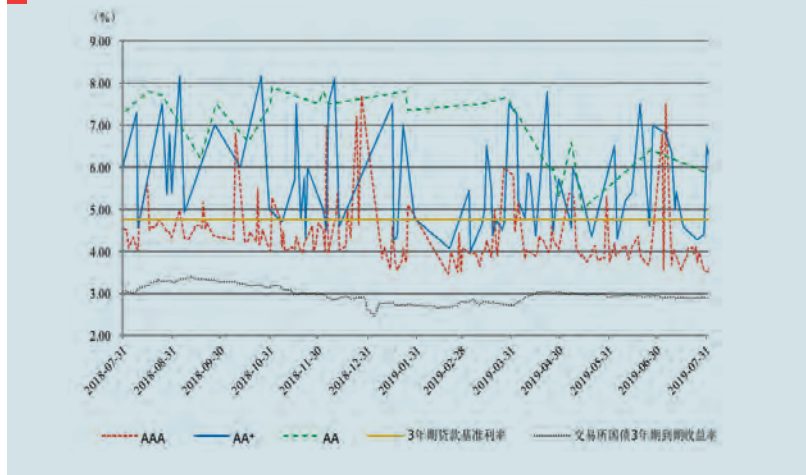


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

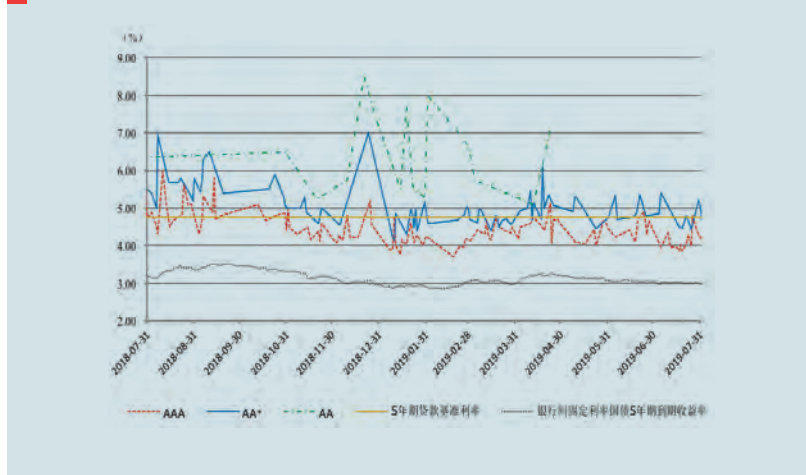
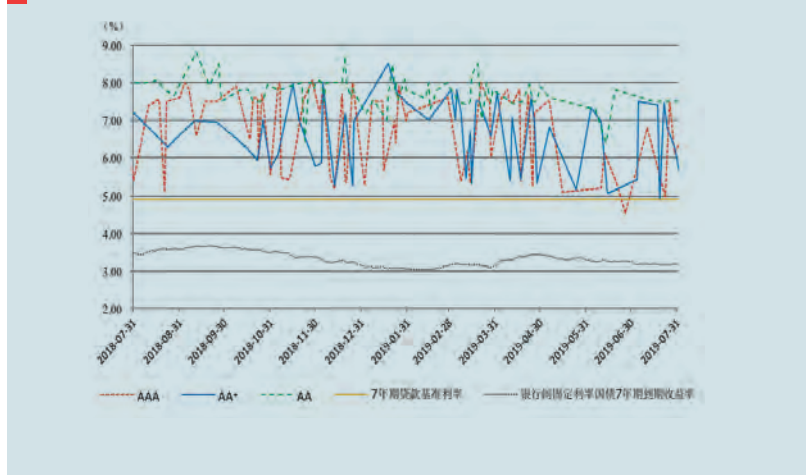


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2016年—2019年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1—7月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.7	6.9	6.6	-	-
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.2	-	5.8
固定资产投资总额(不含农户)	8.1	7.2	5.9	34.9	5.7
社会消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	22.8	8.3
出口总额	-2.0	10.8	7.1	9.5	6.7
进口总额	0.6	18.7	12.9	7.9	1.3
CPI	2.0	1.6	2.1	-	2.3
PPI	-1.4	6.3	3.5	-	0.2
社会融资规模存量	12.8	12.0	9.8	214.1	10.7
M2余额	11.3	11.3	8.1	191.9	8.1
人民币贷款余额	13.5	12.7	13.2	145.5	12.7

注: 1. GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率;

2. 出口总额、进口总额计价货币为人民币

资料来源: Wind, 联合资信整理

2016年—2019年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2016年	2017年	2018年	2019年1—7月	2019年1—7月同比(%)	2016年	2017年	2018年	2019年1—7月	2019年1—7月同比(%)
政府债	1315	1290	1080	903	70.38	89916.09	83089.34	77147.45	52402.30	23.63
国债	156	156	152	80	-13.98	29457.69	39508.40	35506.77	19115.90	-10.21
地方政府债	1159	1134	928	823	88.33	60458.40	43580.94	41640.67	33286.40	57.77
央行票据	0	0	0	2	-	0.00	0.00	0.00	40.00	-
金融债	817	787	729	459	-10.87	41165.50	38691.51	41404.20	30794.90	7.46
政策性银行债	624	545	489	330	-18.92	33470.00	28819.78	29703.80	21255.40	-14.35
商业银行债券	154	198	174	95	18.75	6230.50	8707.73	9182.40	8501.50	213.57
非银行金融机构债券	39	44	66	34	21.43	1465.00	1164.00	2518.00	1038.00	-8.14
政府支持机构债券	19	25	46	4	-81.82	2250.00	3010.00	4170.00	300.00	-86.36
企业债券	498	382	282	224	98.23	5535.30	3530.25	2390.08	1870.90	92.20
一般企业债	455	349	257	210	112.12	5485.30	3530.25	2260.68	1757.20	93.87
集合企业债	3	0	0	0	-	50.00	0.00	0.00	0.00	-
项目收益债	40	33	25	14	0.00	390.40	200.70	129.40	113.70	69.70
中期票据	897	910	1399	946	34.57	11077.10	10212.55	15893.65	11861.10	36.45
短期融资券	2636	2134	2912	1958	21.99	33277.85	23361.90	30664.30	20409.80	16.36
一般短期融资券	687	463	422	269	10.70	6082.95	3949.70	4193.30	2650.30	7.56
超短期融资券	1949	1671	2490	1689	24.01	27194.90	19412.20	26471.00	17759.50	17.80
证券公司短期融资券	60	19	57	72	157.14	1178.60	392.00	1425.00	1799.00	158.85
资产支持证券(银行间)	343	403	446	277	64.88	3908.53	5977.29	9318.35	4570.29	21.97
资产支持证券(交易所)	1792	1818	2004	1405	56.11	4071.83	8064.97	9457.64	5410.86	26.00
非金融企业资产支持票据	38	115	248	347	381.94	166.57	584.95	1256.98	1330.29	251.95
非公开定向债务融资工具	746	725	766	541	38.01	6028.85	5954.61	5458.87	3734.37	35.20
公司债	2260	1199	1520	1157	58.28	27734.68	11003.15	16491.70	12523.84	70.12
证券公司债	165	264	210	118	-16.90	4260.10	6339.40	4718.90	3104.30	-3.52
可转债	11	52	83	83	84.44	212.52	947.11	793.12	1562.64	267.23
可交换债	71	80	28	31	82.35	674.29	1167.84	464.74	603.86	42.64
项目收益票据	11	5	0	0	-	38.50	21.10	0.00	0.00	-
同业存单	16452	26931	27301	14771	0.08	129931.00	201872.40	210832.40	97478.83	-19.07
国际机构债	4	4	4	7	250.00	125.00	60.00	60.00	115.00	232.37
SDR计价债券(折人民币)	2	0	0	0	-	55.80	0.00	0.00	0.00	-
合计	28137	37143	39115	23305	12.35	361638.11	404280.37	431947.38	249912.28	2.32

注: 1. 除资产支持证券按照发行日统计, 其他债券均按照起息日统计; 2. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 3. “非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 4. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 5. “公司债”不包含证券公司债; 6. 证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2019年8月23日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信评估有限公司评级公告

(2019年6月1日至2019年7月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司2019年度第二期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-17	2019-06-03	5	5.34
2019年靖江市滨江新城投资开发有限公司社会领域产业专项债券	8	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-05-14	2019-06-05	7+3	5.20
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第四期短期融资券	20	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-05-24	2019-06-05	366天	3.09
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第四期中期票据(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-11	2019-06-18	3	4.29
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第四期中期票据(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-11	2019-06-18	5	4.70
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第五期中期票据(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-18	2019-06-25	3	4.24
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第五期中期票据(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-18	2019-06-25	5	4.66
天津市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第六期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-02	2019-07-10	3	4.22
中国水利水电第十四工程局有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-12-28	2019-06-05	1	3.60
冀中能源邯郸矿业集团有限公司2019年度第二期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-06-03	2019-06-06	366天	4.99
安徽省高速地产集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5.2	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-01-07	2019-06-10	366天	4.78
安徽省高速地产集团有限公司2019年度第二期短期融资券	4.3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-06-25	2019-07-05	366天	4.86
池州建设投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	2	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-06-25	2019-06-10	366天	4.10
中国华能集团有限公司2019年度第三期中期票据(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-28	2019-06-10	3+N	4.23
中国华能集团有限公司2019年度第三期中期票据(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-28	2019-06-10	5+N	4.58
2019年第一期比亚迪股份有限公司绿色债券	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-28	2019-06-11	3+2	4.86
大同煤矿集团有限责任公司2019年度第三期中期票据	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-04-18	2019-06-12	5+N	7.20
大同煤矿集团有限责任公司2019年度第二期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-06-19	2019-06-26	366天	4.19
人福医药集团股份有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-05-27	2019-06-12	1	6.50
人福医药集团股份有限公司2019年度第二期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-05-27	2019-06-26	366天	6.50
西南水泥有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-22	2019-06-13	3	4.04
西南水泥有限公司2019年度第二期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-22	2019-07-18	3	3.83
徐州市交通控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-05-14	2019-06-13	5	4.75
重庆机电控股(集团)公司2019年度第一期短期融资券	7	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-03-26	2019-06-13	366天	5.90
江西省高速公路投资集团有限责任公司2019年度第一期中期票据	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-08-06	2019-06-14	5	4.03
天津轨道交通集团有限公司2019年度第二期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-31	2019-06-14	3	4.25
天津轨道交通集团有限公司2019年度第一期短期融资券	9	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-31	2019-07-16	366天	3.38
中国中铁股份有限公司2019年度第四期中期票据(品种二)	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-04	2019-06-14	3	3.77
中国中铁股份有限公司2019年度第四期中期票据(品种三)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-04	2019-06-14	5	4.18
2019年第一期连云港金东方港口投资有限公司公司债券	9.3	-	-	-	AAA	AA	稳定	2019-05-22	2019-06-17	7	5.37
陕西煤化工集团有限责任公司2019年度第二期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-12	2019-06-17	5	4.41
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-22	2019-06-17	3	5.00
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第八期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-06-17	2019-07-03	366天	3.50
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第三期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-09	2019-07-15	3	4.62
武汉工业控股集团有限公司2019年度第二期中期票据	6	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-06-04	2019-06-18	3	6.00
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十一期中期票据	130	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-13	2019-06-18	3	3.40
中央汇金投资有限责任公司2019年度第十二期中期票据	70	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-13	2019-06-18	5	3.70
山西潞安矿业(集团)有限责任公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-12	2019-06-19	3+N	6.70
阳谷祥光铜业有限公司2019年度第二期短期融资券	2.5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-06-05	2019-06-19	366天	6.50
武汉车都集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-12-28	2019-06-20	5	4.75
2019年第一期中国诚通控股集团有限公司市场化银行债权转股专项债券	31	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-28	2019-06-20	5	3.20
中国化工集团有限公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-21	2019-06-20	3	3.85
中建新疆建工(集团)有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2018-10-26	2019-06-20	3+N	5.73
2019年第二期深圳能源集团股份有限公司绿色债券	11.5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-15	2019-06-21	5+5	4.15
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司2019年度第二期中期票据	14	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-14	2019-06-24	5	4.30

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
江阴市国有资产经营有限公司2019年度第一期短期融资券	9	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-04-19	2019-06-25	180天	3.41
上海宝龙实业发展(集团)有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-11	2019-06-25	3+N	7.60
盐城市交通控股集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-05-27	2019-06-26	366天	4.00
北京北辰实业股份有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-10	2019-06-27	3+N	5.20
中国华电集团有限公司2019年度第一期绿色中期票据	30	-	AA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-20	2019-06-28	3	3.64
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第六期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-03	2019-07-03	3+N	4.10
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第五期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-03	2019-07-08	3+N	4.22
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第八期中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-12	2019-07-17	3	3.69
新疆昌源水务集团有限公司2019年度第一期中期票据	2	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-14	2019-07-03	3	6.70
亿利资源集团有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2019-01-28	2019-07-04	365天	7.00
中国建材股份有限公司2019年度第二期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-01	2019-07-04	3	3.70
山东省鲁信投资控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-18	2019-07-08	5	4.35
山东宏桥新型材料有限公司2019年度第一期中期票据	6	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-26	2019-07-10	3	7.00
镇江国有投资控股集团有限公司2019年度第三期短期融资券	7	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-06-18	2019-07-10	366天	5.50
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司2019年度第二期中期票据	16	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-02	2019-07-11	3	3.64
云南省城市建设投资集团有限公司2019年度第四期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-14	2019-07-12	3	5.98
哈尔滨投资集团有限责任公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-05	2019-07-15	3	4.78
江苏世纪新城投资控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	4	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-08	2019-07-15	2+1	7.50
河南投资集团有限公司2019年度第二期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-11	2019-07-16	3	3.63
华侨城集团有限公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-25	2019-07-16	3+N	4.20
2019年第一期云南省建设投资控股集团有限公司公司债券	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-24	2019-07-16	3+2	5.08
北京京能电力股份有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-10	2019-07-17	3	3.65
华润股份有限公司2019年度第五期中期票据	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-11	2019-07-17	3	3.62
内蒙古包钢钢铁股份有限公司2019年度第二期中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-19	2019-07-17	2+2+1	6.50
榆林市城市投资经营集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-06-12	2019-07-17	365天	3.91
北京首都旅游集团有限责任公司2019年度第二期中期票据(品种一)	6	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-26	2019-07-18	3	3.72
北京首都旅游集团有限责任公司2019年度第二期中期票据(品种二)	14	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-26	2019-07-18	5	4.15
广西铁路投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-03	2019-07-18	3	4.23
景德镇市国资运营投资控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-11-26	2019-07-18	3+2	5.61
天津滨海新区建设投资集团有限公司2019年度第三期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-24	2019-07-18	3+2	4.65
2019年第一期成都轨道交通集团有限公司公司债券	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-05	2019-07-19	3+N	4.35
2019年广西柳州市东城投资开发集团有限公司公司债券	15	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-28	2019-07-19	5	6.50
吉视传媒股份有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-15	2019-07-19	3	4.58
中国中煤能源股份有限公司2019年度第一期中期票据	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-18	2019-07-19	5+2	4.19
青岛旅游集团有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-12-28	2019-07-22	3	4.50
湖南省高速公路集团有限公司2019年度第三期中期票据	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-16	2019-07-23	3+2	3.76
湘潭九华经济建设投资有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-05-30	2019-07-23	3+2	7.90
佛山市公用事业控股有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-17	2019-07-24	3+2	3.70
重庆城市交通开发投资(集团)有限公司2019年度第三期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-19	2019-07-24	3	3.70
北京亦庄投资控股有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-08	2019-07-25	3	3.65
华能澜沧江水电股份有限公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-26	2019-07-25	3+N	4.17
天津市地下铁道集团有限公司2019年度第三期中期票据	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-08	2019-07-25	5	4.36
2019年亳州城建发展控股集团有限公司公司债券	14	-	AA	稳定	AA+	AA	稳定	2019-06-06	2019-07-26	7	6.30
华电江苏能源有限公司2019年度第二期短期融资券	7	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-15	2019-07-26	365天	3.18
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-08-22	2019-07-31	5	4.37
建发房地产集团有限公司2019年度第一期短期融资券	8	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-11	2019-07-31	366天	3.38
2012年广西铁路投资(集团)有限公司公司债券	10	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-29	2012-03-29	7+3	6.98
中国船舶工业集团公司2012年度第一期中期票据	60	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2012-06-19	10	5.03
中国船舶工业集团公司2012年度第二期中期票据	60	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2012-07-17	7	4.80
中国船舶工业集团公司2012年度第三期中期票据	45	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2012-09-14	10	5.22
2013年溧阳市城市建设发展有限公司公司债券	12	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2013-03-08	7	6.20
2013年泰州市交通产业集团有限公司公司债券	8	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-13	2013-03-11	7	6.15
2013年楚雄州开发投资有限公司公司债券	20	AA	AA-	负面	AA-	A+	负面	2019-06-26	2013-03-29	7	6.60
2013年建发房地产集团有限公司公司债券	5	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-11	2013-04-03	7	6.15

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2014年第一期长兴交通投资集团有限公司公司债券	6	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-14	2014-04-30	7	7.88
2014年云南省城市建设投资集团有限公司公司债券	7	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-31	2014-05-23	7	6.77
中国华阳经贸集团有限公司2014年度第一期中期票据	8	C	C	-	C	C	-	2019-07-31	2014-06-12	3+2	6.25
2014年第二期长兴交通投资集团有限公司公司债券	6	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-14	2014-06-16	7	6.75
2014年广西铁路投资(集团)有限公司公司债券	10	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-29	2014-06-18	7+3	6.89
2014年漳州市九龙江建设有限公司公司债券	7	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2014-06-20	7	6.48
华闻传媒投资集团股份有限公司2014年度第一期中期票据	7	AA+	AA+	负面	AA+	AA	稳定	2019-07-26	2014-07-23	5	5.89
广西铁路投资(集团)有限公司2014年度第二期中期票据	10	AAA	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-29	2014-08-18	5+2	6.05
安徽国贸集团控股有限公司2014年度第一期中期票据	8	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-18	2014-08-20	5	6.50
珠海华发综合发展有限公司2014年度第一期中期票据	30	AA+	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-24	2014-10-13	5	5.88
新疆天富集团有限责任公司2014年度第一期中期票据	4.5	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-27	2014-10-31	5	5.58
珠海华发综合发展有限公司2015年度第一期中期票据	8	AA+	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-24	2015-01-21	5	5.35
2019年吉林省政府一般债券(三期)	111.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-05-31	2019-06-11	10	3.47
2019年吉林省土地储备专项债券(二期)-2019年吉林省政府专项债券(七期)	5	-	-	-	AAA	-	-	2019-05-31	2019-06-11	5	3.31
2019年吉林省省属公办高校校区建设项目专项债券(二期)-2019年吉林省政府专项债券(八期)	0.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-05-31	2019-06-11	10	3.47
2019年吉林省省级医疗机构基础设施建设项目专项债券(二期)-2019年吉林省政府专项债券(九期)	2	-	-	-	AAA	-	-	2019-05-31	2019-06-11	10	3.47
2019年吉林省土地储备专项债券(三期)-2019年吉林省政府专项债券(十期)	14.1	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-16	2019-07-24	5	3.26
2019年吉林省棚改专项债券(四期)-2019年吉林省政府专项债券(十一期)	3.7	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-16	2019-07-24	5	3.26
2019年吉林省棚改专项债券(五期)-2019年吉林省政府专项债券(十二期)	23.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-16	2019-07-24	7	3.43
2019年吉林省棚改专项债券(六期)-2019年吉林省政府专项债券(十三期)	37.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-16	2019-07-24	10	3.41
2019年宁夏回族自治区政府一般债券(五期)	20	-	-	-	AAA	-	-	2019-05-31	2019-06-12	10	3.47
2019年宁夏回族自治区政府收费公路专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十期)	24.4	-	-	-	AAA	-	-	2019-06-19	2019-06-27	10	3.49
2019年宁夏回族自治区政府一般债券(六期)	29	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	30	4.08
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(三期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十一期)	11.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	5	3.27
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(四期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十二期)	3.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	7	3.44
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(五期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十三期)	5.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	10	3.43
2019年宁夏回族自治区医疗卫生专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十四期)	1	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	5	3.27
2019年宁夏回族自治区医疗卫生专项债券(三期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十五期)	2.4	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	10	3.43
2019年宁夏回族自治区生态环保专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十六期)	5.7	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	10	3.43
2019年宁夏回族自治区城乡发展专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十七期)	6	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	5	3.27
2019年宁夏回族自治区城乡发展专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十八期)	7.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	7	3.44
2019年宁夏回族自治区城乡发展专项债券(三期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(十九期)	9.4	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-10	2019-07-17	10	3.43
2019年厦门市土地储备专项债券(一期)-2019年厦门市政府专项债券(二期)	66	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-08	2019-07-16	5	3.27
2019年厦门市土地储备专项债券(二期)-2019年厦门市政府专项债券(三期)	5	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-08	2019-07-16	5	3.27
2019年厦门市湖里区东部旧村改造项目专项债券(一期)-2019年厦门市政府专项债券(四期)	30	-	-	-	AAA	-	-	2019-07-08	2019-07-16	5	3.27

注: 1. 公告内容仅包括2019年6月1日至2019年7月31日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2. 地方政府债无主体级别和展望

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2019年6月1日至2019年7月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
农银金融租赁有限公司2019年绿色金融债券	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-23	2019-06-03	3	3.68
昆仑金融租赁有限责任公司2019年第一期金融债券	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-22	2019-06-05	3	3.77
2019年重庆农村商业银行股份有限公司二级资本债券	50	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2019-05-16	2019-06-13	5+5	4.60
2019年上汽通用汽车金融有限责任公司金融债券	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-06-18	3	3.80
红塔证券股份有限公司2019年度第二期短期融资券	9	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-06-03	2019-06-19	91天	3.45
珠江人寿保险股份有限公司2019年第二期资本补充债券	8.5	-	AA	稳定	AA-	AA	稳定	2019-06-06	2019-06-21	5+5	6.25
东北证券股份有限公司2019年度第五期短期融资券	20	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-07-01	2019-07-09	91天	2.98
华西证券股份有限公司2019年度第二期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-06-11	2019-07-10	91天	2.79
2019年中债信用增进投资股份有限公司无固定期限金融债券(第一期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-02	2019-07-10	3+N	4.69
2011年赣州银行股份有限公司次级债券	5	A+	AA	稳定	AA-	AA+	稳定	2019-07-26	2011-12-09	5+5	7.10
2014年天津农村商业银行股份有限公司二级资本债券	36	AA	AA+	稳定	AA	AAA	稳定	2019-07-22	2014-04-18	5+5	6.90

注:公告内容仅包括2019年6月1日至2019年7月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2019年6月1日至2019年7月31日)

发起机构/ 贷款服务机构	受托机构/ 发行人	债券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	上次评级结果		最新评级结果		证券发 行时间	证券法定 到期日
						评级	评级时间	评级	评级时间		
捷信消费金融有 限公司	华润深国投信 托有限公司	捷赢2019年第二期个人消费贷款优先A档资产 支持证券	17.20	68.80	4.57	-	-	AAA _{st}	2019-04-28	2019-06-03	2020-05-26
		捷赢2019年第二期个人消费贷款优先B档资产 支持证券	2.45	9.80	4.98	-	-	AA+ _{st}	2019-04-28	2019-06-03	2020-06-26
		捷赢2019年第二期个人消费贷款次级档资产 支持证券	5.35	21.40	无票面利率	-	-	NR	2019-04-28	2019-06-03	2021-12-26
中国建设银行股 份有限公司	建信信托有限 责任公司	建元2019年第五期个人住房抵押贷款资产支 持证券优先A-1档资产支持证券	14.00	15.55	3.37	-	-	AAA _{st}	2019-05-10	2019-06-05	2021-05-26
		建元2019年第五期个人住房抵押贷款资产支 持证券优先A-2档资产支持证券	30.00	33.33	3.63	-	-	AAA _{st}	2019-05-10	2019-06-05	2023-03-26
		建元2019年第五期个人住房抵押贷款资产支 持证券优先A-3档资产支持证券	36.50	40.55	中长期贷款五 年以上-0.85	-	-	AAA _{st}	2019-05-10	2019-06-05	2025-03-26
		建元2019年第五期个人住房抵押贷款资产支 持证券次级档资产支持证券	9.51	10.56	无票面利率	-	-	NR	2019-05-10	2019-06-05	2040-10-26
一汽汽车金融有 限公司	交银国际信托 有限公司	屹昂2019年第一期个人汽车贷款优先A级资产 支持证券	26.03	86.72	3.00	-	-	AAA _{st}	2019-03-15	2019-06-13	2020-05-26
		屹昂2019年第一期个人汽车贷款优先B级资产 支持证券	1.90	6.33	3.60	-	-	AAA _{st}	2019-03-15	2019-06-13	2020-07-26
		屹昂2019年第一期个人汽车贷款次级资产支 持证券	2.09	6.95	无票面利率	-	-	NR	2019-03-15	2019-06-13	2021-10-26
原始权益人待 定	云南国际信托有 限公司	绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据优先A1档	1.84	11.83	4.50	-	-	AA+ _{st}	2019-06-18	2019-06-13	2020-06-18
		绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据优先A2档	2.73	17.51	5.00	-	-	AA+ _{st}	2019-06-18	2019-06-13	2021-06-18
		绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据优先A3档	2.91	18.67	5.50	-	-	AA+ _{st}	2019-06-18	2019-06-13	2022-06-18
		绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据优先A4档	3.13	20.08	6.00	-	-	AA+ _{st}	2019-06-18	2019-06-13	2023-06-18
		绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据优先A5档	3.41	21.91	6.20	-	-	AA+ _{st}	2019-06-18	2019-06-13	2024-06-18
		绵阳市投资控股(集团)有限公司2019年度第 一期定向资产支持票据次级	1.56	10.00	无票面利率	-	-	NR	2019-06-18	2019-06-13	2024-06-18

发起机构/ 贷款服务机构	受托机构/ 发行人	债券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	上次评级结果		最新评级结果		证券发行 时间	证券法定 到期日
						评级	评级时间	评级	评级时间		
中国银行股份有限公司	建信信托有 限责任公司	中盈万家2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	6.00	6.43	中长期贷款五 年以上-1.52	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-06-18	2021-03-26
		中盈万家2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	33.00	35.37	中长期贷款五 年以上-1.25	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-06-18	2023-09-26
		中盈万家2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-3档资产支持证券	42.40	45.44	中长期贷款五 年以上-0.85	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-06-18	2025-05-26
		中盈万家2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	11.91	12.76	无票面利率	-	-	NR	2019-05-29	2019-06-18	2036-03-26
中国农业银行股 份有限公司	交银国际信托有 限公司	农盈2019年第三期优先档不良资产支持证券	2.09	75.72	4.01	-	-	AAA _{sf}	2019-04-03	2019-06-19	2020-04-26
		农盈2019年第三期次级档不良资产支持证券	0.67	24.28	无票面利率	-	-	NR	2019-04-03	2019-06-19	2022-04-26
上海宇培(集团) 有限公司	平安信托有 限责任公司	上海宇培(集团)有限公司2019年度第一期资产支持票据优先级	5.80	89.23	6.50	-	-	AA+sf	2019-01-18	2019-06-19	2037-06-24
		上海宇培(集团)有限公司2019年度第一期资产支持票据次级	0.70	10.77	无票面利率	-	-	NR	2019-01-18	2019-06-19	2037-06-24
厦门象屿集团有 限公司	平安信托有 限责任公司	厦门象屿集团有限公司2019年度第一期资产支持票据优先A	8.50	68.55	4.50	-	-	AAA _{sf}	2019-01-29	2019-06-19	2039-06-21
		厦门象屿集团有限公司2019年度第一期资产支持票据优先B	3.80	30.65	4.70	-	-	AAA _{sf}	2019-01-29	2019-06-19	2039-06-21
		厦门象屿集团有限公司2019年度第一期资产支持票据次级	0.10	0.81	无票面利率	-	-	NR	2019-01-29	2019-06-19	2039-06-21
广汽汇理汽车金 融有限公司	广东粤财信托 有限公司	汇通2019年第一期个人汽车抵押贷款优先A1级资产支持证券	12.50	31.25	2.85	-	-	AAA _{sf}	2019-06-03	2019-07-02	2019-12-26
		汇通2019年第一期个人汽车抵押贷款优先A2级资产支持证券	20.50	51.25	3.12	-	-	AAA _{sf}	2019-06-03	2019-07-02	2020-11-26
		汇通2019年第一期个人汽车抵押贷款优先B级资产支持证券	3.30	8.25	3.69	-	-	AAA _{sf}	2019-06-03	2019-07-02	2021-03-26
		汇通2019年第一期个人汽车抵押贷款次级资产支持证券	3.70	9.25	无票面利率	-	-	NR	2019-06-03	2019-07-02	2024-01-26
兴业银行股份有 限公司	兴业国际信托 有限公司	兴元2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	11.44	11.79	中长期贷款五 年以上-1.61	-	-	AAA _{sf}	2019-06-24	2019-07-11	2021-12-23
		兴元2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	20.20	20.83	中长期贷款五 年以上-1.35	-	-	AAA _{sf}	2019-06-24	2019-07-11	2023-05-23
		兴元2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-3档资产支持证券	53.83	55.50	中长期贷款五 年以上-0.90	-	-	AAA _{sf}	2019-06-24	2019-07-11	2026-07-23
		兴元2019年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	11.53	11.88	无票面利率	-	-	NR	2019-06-24	2019-07-11	2037-01-23
杭州银行股份有 限公司	华能贵诚信托有 限公司	钱江2019年第一期信贷资产支持证券优先A档资产支持证券	22.50	76.42	3.55	-	-	AAA _{sf}	2019-06-21	2019-07-16	2020-04-26
		钱江2019年第一期信贷资产支持证券优先B档资产支持证券	1.34	4.55	3.80	-	-	AA+sf	2019-06-21	2019-07-16	2020-04-26
		钱江2019年第一期信贷资产支持证券次级档资产支持证券	5.60	19.02	无票面利率	-	-	NR	2019-06-21	2019-07-16	2020-11-26
中国建设银行股 份有限公司	建信信托有限 责任公司	建元2019年第六期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	17.00	14.84	3.15	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-07-16	2021-05-26
		建元2019年第六期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	38.00	33.18	3.50	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-07-16	2023-03-26
		建元2019年第六期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-3档资产支持证券	46.95	40.99	中长期贷款五 年以上-0.90	-	-	AAA _{sf}	2019-05-29	2019-07-16	2025-02-26
		建元2019年第六期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	12.59	10.99	无票面利率	-	-	NR	2019-05-29	2019-07-16	2041-08-26
原始权益人待 定	华润深国投信 托有限公司	浙商链融2019年度第五期企业应收账款资产支持票据	3.32	100.00	4.00	-	-	AAA _{sf}	2019-07-12	2019-07-23	2020-07-01
上海浦东发展银 行股份有限公司	上海国际信托有 限公司	浦鑫2019年第一期个人住房抵押贷款优先A-1级资产支持证券	15.00	29.70	中长期贷款五 年以上-1.75	-	-	AAA _{sf}	2019-06-25	2019-07-23	2020-11-26
		浦鑫2019年第一期个人住房抵押贷款优先A-2级资产支持证券	29.17	57.75	中长期贷款五 年以上-0.90	-	-	AAA _{sf}	2019-06-25	2019-07-23	2025-06-26
		浦鑫2019年第一期个人住房抵押贷款次级资产支持证券	6.34	12.55	无票面利率	-	-	NR	2019-06-25	2019-07-23	2035-01-26
深圳前海联捷商 业保理有限公司	中原信托有 限公司	深圳前海联捷商业保理有限公司2019年度第一期具诚信定向资产支持票据	15.00	100.00	6.00	-	-	AAA _{sf}	2019-07-26	2019-07-24	2020-02-22

注: 公告内容仅包括2019年6月1日至2019年7月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息; NR表示未予评级

联合信用评级有限公司评级公告

(2019年6月1日至2019年7月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
中国华能集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第三期)(品种一)	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-27	2019-06-03	5+N	4.55
中国华能集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第三期)(品种二)	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-27	2019-06-03	10+N	5.03
中国华电集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(品种一)	21	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-10	2019-06-18	3	3.70
中国华电集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(品种二)	19	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-10	2019-06-18	5	4.05
中国华电集团有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(品种一)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-09	2019-07-15	3	3.55
北京京能电力股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	11	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-23	2019-06-04	3	3.79
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第四期)品种一	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-30	2019-06-05	3	3.80
广州市时代控股集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)品种二	5	-	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-08	2019-06-05	5	6.80
北京电子控股有限责任公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券	6.2	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-03	2019-06-10	3	3.81
中广核风电有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第一期)(品种一)	13	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-31	2019-06-11	3+N	4.24
中广核风电有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第一期)(品种二)	7	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-31	2019-06-11	5+N	4.69
中国核工业建设股份有限公司2019年公开发行可续期公司债券(第二期)(品种一)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-30	2019-06-11	3+N	4.23
中国核工业建设股份有限公司2019年公开发行可续期公司债券(第二期)(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-30	2019-06-11	5+N	4.67
中远海运发展股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第四期)(品种一)	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-31	2019-06-13	3+N	4.48
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第八期)(品种一)	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-04	2019-06-14	3+1	4.34
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第八期)(品种二)	6	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-04	2019-06-14	5	4.75
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第九期)(品种一)	16	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-01	2019-07-08	3+1	4.10
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第九期)(品种二)	9	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-01	2019-07-08	5	4.55
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第十期)(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2019-07-22	3+1	4.11
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第十期)(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-17	2019-07-22	5	4.63
南山集团有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-22	2019-06-14	2+1	5.50
中国联合网络通信有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-10	2019-06-17	3	3.67
联想控股股份有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-10	2019-06-18	5	5.50
国网节能服务有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-17	2019-06-25	3	4.07
国厚资产管理股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	4	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-06-17	2019-06-26	3+2	7.00
2019年郑州安图生物工程股份有限公司可转换公司债券	6.8	-	-	-	AA	AA	稳定	2018-12-20	2019-06-28	6	0.30
兰州兰石集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)	2	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-06-19	2019-07-02	3+2	7.50
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(品种一)	10	-	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-12	2019-07-04	5+2	4.20
建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)(品种二)	10	-	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-12	2019-07-04	3+3	3.80
华能国际电力股份有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-02	2019-07-05	3	3.55
中联重科股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-21	2019-07-08	3+2	4.00
潍坊市投资集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-11	2019-07-09	5	5.48
中国船舶工业集团有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-05	2019-07-09	2+2	3.20
湖南华菱钢铁集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第二期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-03	2019-07-10	3+2	4.14
常高新集团有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)(品种一)	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-01	2019-07-12	3+2	4.59
长城证券股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-05-20	2019-07-12	3	3.69
中国中铁股份有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(品种一)	19	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-03	2019-07-12	3	3.59

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
中国中铁股份有限公司公开发行2019年公司债券(第三期)(品种二)	11	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-03	2019-07-12	5	3.99
京投发展股份有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	5	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-06-28	2019-07-15	3+2	3.78
北京华融基础设施投资有限责任公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	10	-	-	-	AAA	AA+	稳定	2019-07-05	2019-07-16	3+2	3.78
北京华融基础设施投资有限责任公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种二)	10	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-07-05	2019-07-16	5	4.17
西南证券股份有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-05	2019-07-16	3	3.77
北新建材集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	7	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-07-01	2019-07-16	3+2	3.77
安徽省皖能股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-11	2019-07-18	3	3.67
当代节能置业股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	8.8	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-04-15	2019-07-22	2+1	7.80
国家开发投资集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-16	2019-07-23	10	4.48
平安不动产有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)品种二	7.5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-07-16	2019-07-24	5+2	4.40
中国石油资本股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	42	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-07-12	2019-07-24	3	3.55
湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)	4	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2019-07-25	3+2	4.40
江苏永钢集团有限公司面向合格投资者公开发行2019年公司债券(第一期)	5	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-07-04	2019-07-29	3+2	6.50
南方工业资产管理有限责任公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-07-24	2019-07-31	1+1+1	3.90
西宁特殊钢股份有限公司2012年公司债券	4.3	AA	AA	列入评级观察	AA	AA	稳定	2019-06-21	2012-07-12	8	5.50
深圳市怡亚通供应链股份有限公司2014年公司债券	11.5	AA	AA	正面	AA	AA	稳定	2019-06-17	2014-09-25	5	7.00
深圳市怡亚通供应链股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	5	AAA	AA	正面	AAA	AA	稳定	2019-06-17	2018-12-06	3	5.80
深圳市怡亚通供应链股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)	5	AAA	AA	正面	AAA	AA	稳定	2019-06-17	2018-12-06	3	6.40
贵人鸟股份有限公司2014年公司债券	8	AA	AA		AA-	AA-	稳定	2019-06-21	2014-12-01	5	6.80
北京华业资本控股股份有限公司2015年公司债券	15	CC	CC	负面	C	C	-	2019-06-21	2015-08-04	5	5.80
中房地产股份有限公司2015年公司债券	7	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-10	2015-08-10	5	4.22
中房地产股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券	4.7	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-10	2016-07-04	5	3.69
新疆天富集团有限责任公司2015年公司债券	6	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2015-11-05	5	4.30
东旭集团有限公司2015年第二期公司债券	20	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2015-11-10	5	7.00
广州合景房地产开发有限公司2015年公司债券(品种一)	25	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-21	2015-12-14	6	4.94
广州合景房地产开发有限公司2015年公司债券(品种二)	8	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-21	2015-12-14	7	6.15
东旭集团有限公司2016年第一期公司债券	10	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2016-01-14	5	6.84
东旭集团有限公司2016年第二期公司债券	35	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2016-07-21	5	5.80
东旭集团有限公司公开发行2017年公司债券(品种一)	25	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2017-03-07	5	6.55
东旭集团有限公司公开发行2017年公司债券(品种二)	5	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2017-03-07	5	6.80
东旭集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	26	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2018-09-01	3	8.18
东旭集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	9	AA+	AA+	正面	AA+	AA+	稳定	2019-06-21	2018-10-22	3	8.18
海航资本集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	9.9	AA+	AA+	列入评级观察	AA	AA	负面	2019-06-20	2016-01-28	5	6.00
海航资本集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	30.1	AA+	AA+	列入评级观察	AA	AA	负面	2019-06-20	2016-03-17	5	6.40
珠海华发综合发展有限公司2016年公司债券(第一期)(品种一)	25	AAA	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-20	2016-03-09	5	3.24
珠海华发综合发展有限公司2016年公司债券(第一期)(品种二)	15	AAA	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-20	2016-03-09	5	3.57
珠海华发综合发展有限公司公开发行2018年绿色公司债券(第一期)品种一	10	AAA	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-20	2018-03-27	5	5.27
珠海华发综合发展有限公司公开发行2018年公司债券(品种一)	20	AAA	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-06-20	2018-08-14	5	4.68
力帆实业(集团)股份有限公司2016年公司债券(第二期)	11	AA	AA	稳定	AA-	AA-	稳定	2019-06-20	2016-03-10	4	5.94
四川新希望房地产开发有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)	7	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-20	2016-05-26	5	4.25
四川新希望房地产开发有限公司2016年公司债券(第二期)	10	AAA	AA	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-06-20	2016-07-12	5	3.85
铁牛集团有限公司2016年公司债券	20	AA+	AA+	稳定	AA	AA	稳定	2019-06-21	2016-07-27	3	6.49

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
长江租赁有限公司2016年非公开发行公司债券(第二期)	2	AA+	AA	稳定	AA	A+	负面	2019-06-21	2016-08-17	3	7.00
南京丰盛产业控股集团有限公司2016年公开发行公司债券(第一期)	22	BB+	BB+	负面	C	C	-	2019-06-19	2016-08-30	5	5.80
南京丰盛产业控股集团有限公司2016年公开发行公司债券(第二期)	8	BB+	BB+	负面	C	C	-	2019-06-19	2016-10-19	5	5.71
天广中茂股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	12	A	A	负面	BBB+	BBB+	负面	2019-06-17	2016-10-24	5	5.00
华晨电力股份有限公司2016年公司债券(第一期)	20	BBB-	BBB-	负面	BB	BB	负面	2019-06-21	2016-12-05	3	6.00
重庆力帆控股有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	4.6	AA	AA	稳定	AA-	AA-	稳定	2019-06-20	2017-04-06	3	7.20
重庆力帆控股有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	5	AA	AA	稳定	AA-	AA-	稳定	2019-06-20	2018-01-10	3	7.50
2017年北京久其软件股份有限公司可转换公司债券	7.8	AA	AA-	稳定	A+	A+	稳定	2019-06-22	2017-06-06	6	0.30
内蒙古草生态(集团)股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)	2.5	AAA	AA-	负面	AAA	AA-	稳定	2019-06-21	2017-08-30	3	5.50
正奇安徽金融控股有限公司2017年公司债券(第一期)	3	AA	AA	正面	AA	AA	稳定	2019-06-21	2017-09-20	3	7.20
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)	5	BBB	BBB	负面	C	C	-	2019-06-11	2017-11-06	5	7.20
中融新大集团有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)(品种一)	10	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2017-11-15	5	7.00
中融新大集团有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)(品种二)	10	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2017-11-15	7	7.50
中融新大集团有限公司公开发行2017年公司债券(第二期)	20	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2017-12-12	5	7.20
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种一)	10	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2018-01-18	3	7.00
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种二)	10	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2018-01-18	3	6.80
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第二期)	15	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2018-11-30	3	7.10
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第三期)	10	AAA	AAA	列入评级观察	AA+	AA+	稳定	2019-06-25	2018-12-25	3	7.70
山东丽鹏股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)	2.5	AAA	AA	稳定	AAA	AA-	稳定	2019-06-21	2017-11-28	5	6.50
铁牛集团有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)	2.8	AA+	AA+	稳定	AA	AA	稳定	2019-06-21	2018-06-12	5	7.20
铁牛集团有限公司2018年公开发行公司债券(第二期)	17.2	AA+	AA+	稳定	AA	AA	稳定	2019-06-21	2018-12-20	5	7.20
2019年靖江市滨江新城投资开发有限公司社会领域产业专项债券主动评级	8	-	-	-	AAA _{pi}	AA _{pi}	稳定	2019-05-14	-	10(7+3)	-
2019年第一期连云港东方港口投资有限公司公司债券主动评级	9.3	-	-	-	AAA _{pi}	AA _{pi}	稳定	2019-05-22	-	7	-
2019年亳州城建发展控股集团有限公司公司债券主动评级	14	-	-	-	AA+ _{pi}	AA _{pi}	稳定	2019-06-19	-	7	-
重庆市四面山旅游投资有限公司2019年第一期停车场专项债主动评级	8.8	-	-	-	AA+ _{pi}	AA _{pi}	稳定	2019-06-20	-	7	-
云南省建设投资控股集团有限公司2019年度第一期公司债券主动评级	20	-	-	-	AAA _{pi}	AAA _{pi}	稳定	2019-07-29	-	5	-

注: 1.公告内容仅包括2019年6月1日至2019年7月31日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2.评级符号后有“pi”表示该评级为主动评级

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和判断，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。

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。





专业·尽责·真诚·服务

 联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.

 联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

 联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co., Ltd.

编辑部:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022 电话:(010)85679696 传真:(010)85679228 Email:lianhe@lhratings.com