

# 债市聚焦

第 12 期  
总第 307 期  
2019

## 政策指南

证监会：做好股票质押、债券违约等重点领域风险处置

## 市场动向

海通创设中国交易所首单标的为 ABS 信用保护合约

银行首次开售地方债 投资门槛最低 100 元

中国债券“纳指”前夕 外资“跑步”入场

## 风险事件

山东胜通集团进入破产程序引发债券违约

新光控股：未能按时偿付“16 新控 01”本金和利息

天翔环境 2 亿公司债实质性违约 公司去年亏损 15.97 亿

丹东港违约逾 500 日 债务重整内幕还原

## 联合观点

美联储进一步转向“鸽派”，市场对美国经济前景担忧加剧

营业收入产业链条上关联方交易风险的分析和识别



### 联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街  
2 号 PICC 大厦 17 层 100022  
电话 010-85679696  
www.lhratings.com  
lianhe@lhratings.com



### 联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 12 层 100022  
电话 010-85172818  
www.unitedratings.com.cn  
lh@unitedratings.com.cn

## 政策指南

### 证监会：做好股票质押、债券违约等重点领域风险处置

3月19日，据证监会发布消息，证监会党委表示，做好新形势下的资本市场工作，必须增强“四个意识”，坚定“四个自信”，坚决做到“两个维护”，具体到资本市场贯彻落实工作：

一是必须正确把握金融本质。要立足我国实际，不断深化对金融本质、初心和规律的再认识，坚持服务实体经济的根本发展方向，做到尊重规律、敬畏规律、遵循规律，坚持按市场规律办事。

二是必须深化金融供给侧结构性改革。要坚持贯彻新发展理念，坚持市场化法治化方向，完善资本市场基础制度，大力发展直接融资，推进融资结构完善，为实体经济发展和满足人民群众需要提供更高质量、更有效率的金融服务。

三是必须平衡好稳增长和防风险的关系。要坚持在改革发展中防范风险、化解矛盾，持续增强资本市场抵御风险的韧性。

四是必须精准有效处置重点领域风险。要切实增强忧患意识，坚持历史观和辩证法，坚持精准施策，精准做好股票质押、债券违约、私募基金、场外配资、监管对象各类资管业务和地方各类交易场所等重点领域风险处置，打好防范化解重大金融风险攻坚战。

五是必须加快深化金融改革开放。要根据国际经济金融发展形势变化和我国发展战略需要，研究推进资本市场改革开放新举措，推进资本市场全方位、高水平对外开放，以开放促改革、促发展。打造一支政治过硬、作风优良、精通资本市场工作的干部队伍。

证监会党委强调，要围绕提高上市公司质量、大幅提升违法违规成本、统筹推进相关上市板块的综合改革、强化中介机构责任和能力、进一步完善交易制度、加强交易全程监管、积极为中长期资金入市创造条件、加大资本市场的对外开放、防范化解资本市场重点领域风险、推动债券市场统一监管、积极发展期货和衍生品市场、加强投资者教育、形成维护资本市场平稳发展合力、构建资本市场发展良好生态等重点问题，加强调查研究和顶层设计，研究提出务实管用的政策举措，进一步加快改革、扩大开放，充分释放市场活力，促进资本市场高质量发展和更好服务实体经济健康发展。

（摘自新浪财经，2019年3月20日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 海通创设中国交易所首单标的为 ABS 信用保护合约

据彭博社报道，海通证券近期在上海证券交易所创设了标的债务为“海通恒信小微 3 号 ABS”的信用保护合约（CDS），为中国交易所首单标的为 ABS 的信用保护合约。上述 ABS 为私募发行，3 月 19 日设立完毕，基础资产为小微企业融资租赁债权，同日创设了 CDS 合约。该 ABS 总发行规模为 10 亿元，分为优先 A-1 级，优先 A-2 级，优先 A-3 级及次级，其中优先 A-3 级发行规模 1.5 亿元，期限 1.6 年，利率 4.70%。CDS 合约的具体标的债务为优先 A-3 级，合约覆盖占发行规模比例不超过 20%。

（摘自新浪财经，2019 年 3 月 25 日）

[返回目录](#)

### 银行首次开售地方债 投资门槛最低 100 元

3 月 25 日起，个人和中小机构可以在银行（通过电子渠道或银行网点）购买地方债。当日，宁波市、浙江省根据《财政部关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，开始通过商业银行柜台市场发行地方债券，标志着地方债券柜台发行成功推出。

财政部国库司有关负责人表示，地方债券柜台发行成功推出后，个人和中小机构可以通过商业银行柜台网点或网上银行、手机银行等渠道认购地方债券，起投金额 100 元，交易门槛低；投资者认购地方债券，既可以持有到期，享受稳定利息收入，支持家乡建设；也可以在需要资金时随时向承办银行卖出或开展质押融资，流动性好。地方债券柜台发行，在现行通过银行间和交易所债券市场主要面向商业银行等大型机构投资者发行的基础上，进一步拓宽了地方债券发行渠道，丰富了投资者群体；也有利于更好满足个人和中小机构低风险投资需求，拓宽财产性收入渠道，促进城乡居民增收，增强人民的获得感。

根据财政部统一部署，近日，宁波、浙江、四川、陕西、山东、北京六个省市财政厅（局）将作为首批试点在柜台市场发行地方政府债。3 月 26 日至 28 日期间，四川省

将发行 5 年期土地储备专项债券 59.29 亿元，其中，15 亿元债券将通过商业银行柜台面向个人和中小投资者发售。陕西省将于 3 月 27 日通过商业银行柜台发行 9 亿元政府债券。在 3 月 28 日、3 月 29 日和 4 月 1 日，个人投资者可通过银行柜台进行购买。

据中国工商银行陕西省分行工作人员介绍，以往地方债主要通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行，以银行间市场为主，投资主体主要是银行、券商、保险公司、基金公司等机构投资者。此次地方债通过商业银行柜台市场发售，则是首次面向中小投资者开放。本次陕西省发行的地方政府债券信用评级为 AAA 级，信用风险低，满足低风险偏好投资者需求。根据地方债票面利率计算规则，其利率将高于记账式国债，产品持有到期可以获得稳定的利息收入。而且利息收入免征所得税与增值税，对于企业客户来说，其免税效应可以为投资者带来一定附加收益。

值得一提的是，今年以来地方债发行提速，规模已突破 1 万亿元。3 月 24 日，财政部部长刘昆在中国发展高层论坛 2019 年会上表示，加快地方政府债券发行使用，争取 9 月底前将全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿元发行完毕。

（摘自证券日报，包兴安，2019 年 3 月 26 日）

[返回目录](#)

## 中国债券“纳指”前夕 外资“跑步”入场

自 2019 年 1 月 31 日彭博正式确认人民币计价的中国国债和政策性银行债券将从 2019 年 4 月起被纳入彭博巴克莱全球综合指数以来，从交易量数据看，外资已开始“跑步”入场。根据彭博提供的数据显示，2019 年 2 月，境外机构参与中国债券市场更加活跃，当月债券通项下的日均交易量达 64.8 亿元，较去年全年的日均交易量大增超 80%。不仅是交易量大幅提升，境外机构购买的债券类型也发生较大变化，政策性银行债券备受青睐。今年 1~2 月，境外机构持有 3 家政策性银行债券的净变动总量为 607.9 亿元，相比之下，去年同期只有 105 亿元，增长近 5 倍。

当前，国际上使用最广泛的三大旗舰债券指数分别为彭博巴克莱全球综合指数、富时世界国债指数，以及 JP 摩根全球新兴市场多元化债券指数。4 月起，中国债券分 20 个月逐步被完全纳入彭博巴克莱全球综合指数后，人民币计价的中国债券将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。中国债市有望在今年纳入国际主流债券指数中寻求更大实质性突破，这将为我国债市带来大规模被动配置型境外投资者的进入，进而

也撬动主动配置型境外投资者的“跟风”。除今年4月起中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数外，富时罗素宣布已将中国列入其旗舰指数的观察国名单，希望能在今年9月份之前实现中国债券纳入富时世界国债指数。有分析预计，考虑中长期效应，不仅仅是追踪全球三大主流指数的资产对中国债券进行配置，主权财富基金等资金也会进入国内债券市场，从而在中长期内有望带来0.5万~1万亿美元的资金流入。

对于纳入指数的债券选择标准，此次初步纳入的中国债券类型只有国债和政策性金融债，且对券种的发行规模、存续期时长、计息方式都设有相应标准。根据截至2019年1月24日的统计数据，将有363只符合标准的中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，完全纳入后，将在该指数54.07万亿美元的市值中占比达6.03%。不过，彭博相关人士也表示，中国债券最终占指数市值6%的比例并非固定，只是根据现有数据测算的预估量，如果未来中国加大国债和政策性金融债的发行力度，做大国债和政策性金融债的市值，纳入彭博巴克莱全球综合指数的中国债券占比也会相应提高。但从长期看，更多类型的中国债券纳入国际主流指数是大势所趋。彭博指数业务全球负责人 Steve Berkley 表示，下一步可能会优先考虑将中国的公司类信用债纳入彭博巴克莱全球综合指数，未来也会适时考虑将地方政府债和住房抵押贷款支持证券（MBS）纳入指数。

尽管过程繁复曲折，但中国债券市场一直朝着不断深化对外开放的大方向改革，在提高流动性、改革评级机制和丰富风险对冲产品等方面正同步发展，发展前景广阔。央行副行长潘功胜年初透露，下一步，将继续完善债券市场相关安排，主要从三方面推动进一步的对外开放。一是债券市场互联互通，研究推出债券ETF等指数型产品发展；债券中央存管机构（CSD）互联互通。二是境外投资者关心的部分制度安排，包括有效支持境外投资者的特殊结算周期需求；外汇局正研究优化境外投资者参与外汇对冲交易相关安排；财政部计划增加2019年关键期限国债续发次数。三是回购和衍生产品，适时全面放开回购交易；大力推进人民币衍生品使用。

（摘自证券时报，孙璐璐，2019年3月25日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### 山东胜通集团进入破产程序引发债券违约

2019年3月19日，山东胜通集团股份有限公司（简称“胜通集团”）发布公告称，由于该公司已被法院裁定进入破产重整程序，引发公司多期存续债券违约。胜通集团表示，因不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务，但具备重整条件，2019年3月7日，公司已向山东省东营市中级人民法院申请破产重整。2019年3月15日，东营市中级人民法院裁定受理公司重整申请，并指定国浩律师（济南）事务所担任破产管理人。根据《企业破产法》第四十六条规定，未到期的债权，在破产申请受理时视为到期。附利息的债权自破产申请受理时起停止计息；公司存续9期债券“16胜通MTN001”、“17胜通MTN001”、“17胜通MTN002”、“16胜通01”、“16胜通03”、“17胜通01”、“17鲁胜01”、“18鲁胜01”、“18鲁胜02”适用上述规定，已提前到期，公司未能清偿到期债券的本息，构成违约。

此前，胜通集团已深陷债务泥潭，公司公告显示，因被担保企业与银行存在金融借款合同纠纷，公司今年以来已收到山东省东营市中级人民法院多起应诉通知书，公司已被浦发银行东营分行、中国银行东营分行等起诉到法院。另据媒体报道，胜通集团及其关联企业债权银行委员会会议纪要显示，公司银行借款已有21.66亿元迁为不良，且有恶化趋势；公司区域内担保圈风险隐患巨大，财务状况持续恶化，存续债券53.5亿元难以偿还，破产重整已成为化解公司债务困境的必然选择。

（摘自21世纪经济报道，李玉敏，2019年3月19日）

[返回目录](#)

### 新光控股：未能按时偿付“16新控01”本金和利息

2019年3月22日，新光控股集团有限公司在上交所网站披露《新光控股集团有限公司未能清偿到期债务的公告》称：“截至目前，本公司已经发生多笔债券违约，偿债压力很大，公司未能按时偿付‘16新控01’的本金及利息。”，“16新控01”未偿付本息合计0.864亿元。

公司违约债务规模进一步加大，造成公司融资环境更加恶化，可能会对公司的生产经营、财务状况及偿债能力产生不利影响；公司正积极采取措施，抓紧拟定化解债务违约的方案。

（摘自上交所网站，2019年3月22日）

[返回目录](#)

## 天翔环境 2 亿公司债实质性违约 公司去年亏损 15.97 亿

2019年3月25日，成都天翔环境股份有限公司（简称“天翔环境”）在深交所网站公告称，公司应于当天支付“16天翔01”的本息合计2.13亿元，因公司流动性紧张，未能如期兑付“16天翔01”本金和利息，“16天翔01”构成实质性违约。

公司表示，本期债券未能及时兑付本息，将可能导致公司承担相应责任的风险。本期债券由公司实际控制人兼董事长邓亲华及董事兼总经理邓翔提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018年12月26日，公司债权人向成都市中级人民法院提出了重整申请。公司正在积极推进司法重整，引入产业战略投资者完成控股权转让、化解公司的债务风险，加快推进AS公司及欧绿保资产注入，恢复公司盈利能力，增强公司抗风险能力和核心竞争力。同时，公司正在积极采取包括应收账款催收等方式筹集资金，以缓解流动性压力，为本次债券本息的尽早兑付提供更有利的条件。

值得注意的是，3月1日，天翔环境称，因资金状况紧张，致使部分债务逾期。截至2019年4月30日，公司及子公司累计将逾期债务合计金额约16.33亿元，占公司最近一期经审计的净资产的90.28%。天翔环境披露的2018年业绩快报显示，2018年实现营业总收入4.36亿元，同比下降53.64%；净利润亏损15.97亿元，而其2017年度净利润为6532.59万元。对于去年业绩大幅亏损，天翔环境表示，报告期内，公司因资金周转困难，部分经营合同难以继续履约，对应收账款、存货、特许经营权等资产计提了减值准备。同时，公司子公司美国圣骑士经营业绩不如预期，公司计提了商誉减值准备。

（摘自每日经济新闻，2019年3月26日）

[返回目录](#)

## 丹东港违约逾 500 日 债务重整内幕还原

从 2017 年 10 月 30 日第一笔债券违约开始，丹东港集团有限公司（简称“丹东港”）和它的债权人度过了煎熬的 500 多天；如今丹东港的僵局正朝着化解的方向迈出关键一步，根据由银行等金融机构组建的丹东港债权人委员会投票形成的决议，部分金融债委会成员单位日前已向法院提交对丹东港进行重整的申请，等待法院决定是否受理。目前丹东港因资金流动性等问题已有丧失债务清偿能力的可能，推动重整具有必要性和紧迫性，丹东港的重整不排除引入外部战略投资者来实现“浴火重生”。

丹东港在重整申请发起前夕也曾试图“自救”，并向丹东市政府提交过一份“预重整”方案。2019 年 3 月 22 日，丹东港在北京召开债务重组情况媒体沟通会，公司执行总裁胡凤浩对丹东港“预重整”方案进行介绍，但该方案并未能在财务状况认定、中介机构聘用等方面获得金融债委会认同，而丹东港管理层则认为由金融债委会提出的重整申请没有按照“法治化、市场化”的原则进行，至今相关各方仍未能达成共识。此外，发布会披露的有关公司实际控制人王文良的现状情况也存在多处不实之处。消息人士认为，王文良及其控制或影响下的丹东港，无论在债券违约前的分红套现，还是此后的信息披露违规，以及可能存在资产转移的情况，均导致其已很难再得到债权人的信赖。

有法律人士指出，丹东港方面有权提“预重整”的说法。但“预重整”不同于破产法下的重整，并非司法程序，是债权人与债务人协商一致、意思自治的结果，其前提是债权人具有进行预重整的意愿；目前债权人通过司法程序提请重整的方式，是具有法律强制力保证的重整路线，也是当前局势下，保护各方合法权益的最好方式。部分金融债委会人士表示，丹东港集团无法到期清偿债务，具有明显丧失清偿能力的可能，完全符合法院受理重整申请的条件，破产法也明确赋予债权人向法院申请对丹东港进行重整的权利，不受丹东港提出的预重整想法的影响。

据了解，丹东港发生违约后，不少银行债权人曾在有关部门的协调下多次商讨偿债的可能性及方案，但由于丹东港始终无法依靠自身及现有股东的资产对相关债务进行清偿，实际控制人失联，申请重整成为大部分债权人不得已的选择；同时，为缓解地方金融风险 and 潜在的社会稳定等问题，地方政府也已经在市场化、法治化的原则下做了协调债权人沟通、偿债计划讨论等大量工作，但仍然无解。

（摘自 21 世纪经济报道，李维，2019 年 3 月 26 日）

[返回目录](#)



## 联合观点

### 美联储进一步转向“鸽派”，市场对美国经济前景担忧加剧

3月20日，美联储2019年第二次公开市场委员会（FOMC）议息会议决定暂不加息，保持联邦基金利率目标区间在2.25%~2.50%不变。美联储还在单独发布的关于缩表的声明中表示，从今年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。会议还更新了美联储官员们的利率预期点阵图，美联储普遍下调未来三年利率预期。2019年预测中位值为2.4%，去年12月预计为2.9%，这也就意味着今年可能不会再加息。2020年和2021年预测中位值为2.6%，这意味着直到2021年年底最多加息一次。

美联储会后发布的声明中关于经济状况的描述较1月出现了较大变动，评价也更为负面和消极。声明强调，经济活动从2018年四季度起由稳固增长转而放缓，而1月的声明并未提及经济活动放缓。此外，声明还显示，2019年一季度以来，家庭支出和固定资产投资增长更为缓慢，而1月的声明称“家庭支出持续强劲增长，固定资产投资较去年稍早时候的快速增长有所缓和”。声明也提到了2月非农数据的变化，但仍对就业水平评价较高，“最近几个月平均来说新增就业稳健，失业率仍处低位”。另一个较大的变化在于，此次声明直言，通胀同比增速总体下行，主要源于能源价格下跌，但剔除核心食品与能源的核心通胀仍接近2%。

美联储在3月暂不加息符合市场预期，但2019年停止加息则出乎市场预料，市场对于美联储释放的政策利好并不认可，美联储进一步转向“鸽派”加剧了市场对美国经济前景的担忧。在经济下行压力加大的背景下，美联储继续缩表可能会使美国经济面临基础货币与货币乘数双降的风险，美联储暂停缩表并对资产结构进行调整将对美国国债形成有力支撑，预计未来一段时期内美国各期限国债收益率仍有进一步下降的空间。

美联储暂停加息及缩表或引发全球更多央行效仿，全球货币政策有望转向新一轮宽松，美元指数在未来一段时期内大概率走弱，这将在一定程度上缓解新兴市场国家面临的货币贬值、资本外流压力，降低外债融资成本及再融资风险。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2019-03-25/196611453.html>

（摘自和讯网，联合资信、联合评级主权部供稿，2019年3月25日）

[返回目录](#)

## 营业收入产业链条上关联方交易风险的分析和识别

2018年，资本市场上的债券违约事件频繁发生，其中不乏乐视网、新光控股、金立通信等知名企业，究其原因可以发现，异常关联方交易已经成为公司债券违约的重要迹象，由此关联方交易舞弊应被作为企业信用评级的重点关注因素。

关联方交易作为一种特殊的交易形式，犹如一把双刃剑，在为企业带来收益、提高运作效率的同时，也容易造成关联方交易财务舞弊的风险，后者更应该是我们需要重点关注的地方。通过上述近年来被证监会处罚或警告以及违约的案例我们不难发现，企业进行异常关联方交易多是出于以下动因：公司和个人双重利益的驱动；转移资金以便利利益侵占。

公司实际控制人为了达成其目的，进行异常关联方交易的手段各不相同，但均可以在财务报表端露出端倪并具有一定的共性，从关联方交易异常造成的结果来看，主要分为两种类型，一是通过关联方交易使得企业经营业绩表现优异，为股东谋取更多利益，具体来看若企业业绩表现优异，且被外界投资者持续看好，公司可以持续增发股份持续获得资金；二是通过关联方交易从企业大规模抽取资金，该种情况多发生在企业业绩表现不佳，股东为了减少损失以进行资金的腾挪。

关联方交易普遍存在于集团企业中，但并不一定有了关联方交易就存在舞弊行为，超出正常经营的重大关联方交易会加大企业经营失败风险。我们综合关联方交易异常造成的两种结果在财务报表端的不同异常反应综合归纳得出以下几点关注，可以作为在评级工作中分析和识别营业收入链条端可能影响评级结果的异常关联方交易的切入点：关联方交易占营业收入比重以及超出正常经营的重大关联方交易；公司利润和收入之间的匹配程度；预付账款、应付账款和应收账款往来单位相同或为关联方；应收账款、营业收入和现金流之间的勾稽关系。

查看全文请点击 [https://mp.weixin.qq.com/s/UwUN84o5w35\\_k6FC8vpy3w](https://mp.weixin.qq.com/s/UwUN84o5w35_k6FC8vpy3w)

（摘自联合资信微信公众号，联合资信公用事业一部供稿，2019年3月26日）

[返回目录](#)