

债市聚焦

第 42 期 ^{总第 337 期} **2019**

政策指南

债券作为保证金业务将拓展至商品期货

惠台 26 条: 台企可在银行间债券市场发行债务融资工具

企业 ABS 市场首例监管账户破产隔离裁定问世

市场动向

全国首单智慧停车产业 ABS 成功发行

银行成可转债发行主力军

风险事件

"14 金贵债"本息违约

天广中茂:深陷债务危机

联合观点

2019 年三季度资产支持证券利差分析报告

"2019年四季度中国债券市场展望论坛"顺利召开

阿根廷大选后政治风向左转 能否走出债务泥潭仍待观察

2019年三季度公司债市场与利差分析报告

2019年三季度地方政府债与城投债市场分析

2019年上半年有色金属行业信用风险总结与展望

三季度主要信用债发行量大幅增加,债券市场开放程度有望持续提升

"2019年四季度中国债券市场展望论坛"圆桌嘉宾观点专辑



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

债券作为保证金业务将拓展至商品期货

11月1日,中央国债登记结算有限责任公司(下称中债登)与上期所、郑商所、大商所、中金所、上期能源在西安举行合作备忘录集中签约仪式,这标志着债券市场与期货市场互联互通迈上新台阶。根据备忘录,中债登与各家交易所接下来将在债券作为期货保证金制度应用于期货市场等方面展开全面深入的合作。

据了解,以有价证券作为保证金是国际市场惯例。债券担保品以其流动性高、市场和信用风险低等特性,被国际主流期货交易所广泛接受并作为保证金。2015年1月,经证监会批准,以国债期货为试点,以专业高效的担保品管理服务为依托,期货市场开始正式引入债券作为期货保证金这一发达国家市场的普遍做法和制度。2019年1月,业务适用范围扩大至全部金融期货品种。截至目前,债券作为期货保证金业务担保品余额已近90亿元,规模增长迅速,参与机构更加多元。此次签约,将进一步推广相关业务经验,在商品期货市场实现债券作为期货保证金制度。

"以债券作为保证金运用于期货市场交易,有助于降低现金保证金的使用,有利于提高资产使用效率。早在 2007 年,中国证监会发布的《期货交易所管理办法》就明确期货交易所可以接受经交易所认定的可流通国债作为期货保证金。"交易所代表介绍,通过此次合作备忘录的签署,债券作为保证金业务将从金融期货市场拓展至境内全部期货市场,标志着该业务发展进入了新的时代,未来前景更为广阔。下一步,各期货交易所将与中债登积极合作,从扩展担保品范围、实现系统互联互通、建立期货市场债券担保品快速处置机制等方面,进一步完善该项业务。

中债登相关负责人表示,这是中债登首次与多家期货交易所集中签约,签约对象覆盖了中国期货市场全部期货交易所,意味着中债登作为国家金融基础设施,其服务将全面延伸至期货市场,将对建设和发展多层次的资本市场体系产生深刻影响。下一阶段,在管理部门的指导与支持下,中债登将与各期货交易所紧密合作,持续深化担保品机制在期货市场的应用,为金融衍生品市场的创新发展保驾护航。

(摘自新浪财经, 2019年11月3日)

返回目录

惠台 26 条: 台企可在银行间债券市场发行债务融资工具

11月4日,国务院台办、国家发展改革委经商中央组织部等20个有关部门出台《关于进一步促进两岸经济文化交流合作的若干措施》(以下简称"26条措施"),自公布之日起施行。

"26 条措施"深入贯彻落实习近平总书记在《告台湾同胞书》发表 40 周年纪念会上的重要讲话和党的十九届四中全会精神,完善促进两岸交流合作、深化两岸融合发展、保障台湾同胞福祉的制度安排和政策措施,继续率先同台湾同胞分享大陆发展机遇,为台湾同胞台湾企业提供更多同等待遇。"26 条措施"宗旨与促进两岸经济文化交流合作的"31 条措施"一脉相承,是在对台工作中贯彻以人民为中心的发展思想,对台湾同胞一视同仁,像为大陆百姓服务那样造福台湾同胞的又一具体体现。

"26 条措施"涉及为台湾企业提供同等待遇的措施 13 条,包括台资企业同等参与重大技术装备、5G、循环经济、民航、主题公园、新型金融组织等投资建设,同等享受融资、贸易救济、出口信用保险、进出口便利、标准制订等政策,支持两岸青年就业创业基地示范点建设等;涉及为台湾同胞提供同等待遇的措施 13 条,包括为台湾同胞在领事保护、农业合作、交通出行、通信资费、购房资格、文化体育、职称评审、分类招考等方面提供更多便利和支持。

"26 条措施"将进一步帮助台资企业加快科技创新,降低综合成本,抢抓发展机遇, 实现更好发展,并继续为台湾同胞在学习、工作、生活等方面打造更好环境,提供更优 条件,促进融合发展,保护合法权益。

台资企业融资方面,第八条明确提出"符合条件的台资企业可向地方各级政府性融资担保基金申请担保融资等服务,可通过股权托管交易机构进行融资。允许台资企业在银行间债券市场发行债务融资工具"。

(摘自新浪财经, 2019年11月4日)

返回目录

2019.10.30 — 2019.11.05

企业 ABS 市场首例监管账户破产隔离裁定问世

近日,湖北省武汉市中级人民法院下达了《执行裁定书》,支持山西证券作为案外人对融信租赁股份有限公司与其债权人借款合同纠纷诉讼保全一案中将资产支持专项

计划的监管账户作为执行标的的异议,法院认为该监管账户的资金享有足以排除强制执行的权益,依法对该账户中止执行。虽然这一裁定还未最终生效,但它却是企业 ABS 市场首例法院支持 ABS 监管账户破产隔离的案例,或将对企业 ABS 的发展产生深远影响。

国内的企业资产证券化起步后发展较为缓慢,从 2014 年开始在监管机构的相关基础制度完善出台后迎来了爆发式增长。据统计,截至目前,企业 ABS 已累计发行 3.44 万亿元,存续规模 1.83 万亿元,存续规模中以融资租赁债权、应收账款和保理债权作为基础资产的 ABS 就有约 9000 亿元,占比达到 50%左右。面对规模如此之大的存量规模,监管机构不断完善资产证券化市场规则体系,陆续出台了针对融资租赁、应收账款等大类资产证券化产品的挂牌指南和信息披露指南,进一步约束和规范产品的申报发行和存续期管理。

在此类融资租赁 ABS 业务中,产品往往引入监管账户的设计,用于归集融资租赁公司入池租赁资产的回收款,以防止资金混同和挪用风险。然而,在实际的存续管理操作中,仍面临多种无奈,尤其是在原始权益人经营不善、银行账户被司法冻结或破产时,该监管账户无法与其其他经营账户第一时间进行有效区分,监管账户的回款资金以及基础资产后续回款有可能成为破产财产,为管理人的存续期管理带了巨大的挑战,也严重影响了 ABS 投资者的利益。因此,不少投资者仍将此类 ABS 产品视为主体融资产品。

本次武汉中院下达的《执行裁定书》,首先明确了在特定条件下,不能简单适用以账户登记名称为标志的"登记主义"来判断案外人对涉案账户资金是否享有排除执行的权利。其次,武汉中院依据管理人与融信租赁签署的《买卖协议》《监管协议》,支持融信租赁作为服务机构将其归集的基础资产的回收款汇入监管账户的资金已被特定化。据此,法院支持管理人对监管账户资金享有所有权,中止对账户内资金的强制执行。该判决首次在司法层面肯定了 ABS 产品监管账户的设计意义,认可其具有破产隔离的效力,无疑给整个企业 ABS 市场的参与各方打了一剂强心针。

本次融资租赁 ABS 的司法判例,进一步巩固了资产证券化业务的制度基础,不仅对于 ABS 产品真实出售、破产隔离的法律实践探索意义重大,同时也为 ABS 下一步的立法提供了重要借鉴。

(摘自新浪财经, 2019年11月4日)

返回目录

市场动向

全国首单智慧停车产业 ABS 成功发行

近日,成都交投智慧停车产业发展有限公司作为原始权益人的"成都交投停车费收益权资产支持专项计划"在上交所成功发行,项目规模 8.64 亿元,这是全国首单以占道停车泊位收费收益权作为基础资产的创新性 ABS 产品。

该产品通过构建未来占道停车收费收入模型,进行还本付息现金流匹配,最大化融资规模,将融资期限拉长到了 9 年,充分发挥了占道停车这一优质资产的效益;同时,在信用结构搭建中引入成都交投集团因素,确保该 ABS 项目成功获得了 AAA 评级。特别是在解决标的资产权属环节上,智慧停车公司积极协调市国资委、市发改委、市交通局、市财政局等部门,研究政策,提出解决方案,成功突破了占道停车收益返还的技术难点,扫清了基础资产权属等最后的障碍。

(摘自读懂 ABS 微信公众号, 2019 年 10 月 30 日)

返回目录

银行成可转债发行主力军

10月29日,A股史上最大规模转债浦发转债公布的申购结果显示,最终向该行原 无限售条件普通股股东优先配售242亿元,约占本次发行总量的48.47%,配售比例为 100%。

同时,网下向机构投资者配售总计 202 亿元,占本次发行总量的 40.40%,配售比例为 0.30%。最终确定的网上向一般社会公众投资者发行的浦发转债为 34 亿,占本次发行总量的 6.87%,网上中签率为 0.30%。

从中签率上看,由于规模庞大,此次浦发转债的中签率相比近期发行的其他可转债要高出很多;相比年初中信银行、平安银行发行可转债时的火爆场景也显得温和许多。

银行成发行可转债主力军

在银行补充资本的需求下,今年转债市场迎来一波高潮。据统计,最近一年以来,相继有张家港银行、中信银行、平安银行、江苏银行和浦发银行发行了可转债,规模达到 1500 亿元,在总发行规模 3615 亿中占比超过 40%。此外,目前还有超过 800 亿元的

可转债在排队等待发行。其中,交通银行转债一只就 600 亿元。银行成为转债发行人绝对的主力军。

从结果上来看,银行可转债发行由于赚钱效应明显,在很大程度上获得市场认可。 比如,今年 1 月发行的平银转债甚至在进入转股期后第 19 天即公告强赎,大幅提振了 同行的积极性。

从机构投资者的角度而言,对银行转债的投资热情也在不断提升。根据上交所公布的最新数据,截至三季度末,广义基金合计持有上交所可转债市值的 52.2%,较 8 月末提高 0.7 个百分点,较二季度末提高 3.12 个百分点。此外,三季度末,公募基金持有的可转债市值合计 742.64 亿元,较二季度增加 58.73 亿元,环比增速 8.59%,增速较二季度提升 5.47 个百分点。

银行多渠道补充资本

除了可转债,各大银行还积极利用其它渠道进行资本补充,例如优先股和永续债。 从规模上看,优先股市场几乎是银行"独霸天下"。据统计,今年以来共有 6 家银行发 行优先股,数量是今年所有优先股发行人数量的一半。实际募资规模达到 2550 亿,而 今年以来总体的优先股实际募资规模为 2551 亿,也就是说,银行以外的其他发行人发 行募资规模仅为其零头。

另一个商业银行今年大量发行用以补充资本的工具是永续债。永续债一般是指到期期限很长或者不确定的债券,投资者不能在特定时点要求清偿本金,但可有按期利息收益。永续债是商业银行的其他一级资本补充工具。

据统计,截至目前,今年以来共有 10 家银行发行了永续债,规模达到 4550 亿元,在总体商业银行债 7661 亿中占比达到 60%。事实上,商业银行永续债是今年才开始集中出现的,去年并未发行这一品种。去年由于信用环境等因素,全年商业银行债总体发行规模仅为 5167 亿,其中绿色金融债占据较大部分。

此外,商业银行二级资本债今年同样大规模爆发。二级资本债是银行二级资本的组成部分,属于破产清算资本,即在银行无法生存时必须能够被冲减或转换成普通股,这就意味着其可以充分吸收损失。

由于发行便利,二级资本债是很多中小银行补充资本的利器。据统计,今年以来商业银行共发行55只二级资本债,规模达5225亿元,超去年全年的发行规模4007亿元。

商业银行的资本补充工具在今年全面开花,重要的一个背景是,由于资产规模增加、资产质量下降、表外回表要求以及监管要求提升等多重因素影响,商业银行资本压力骤然加大,资本充足率指标持续回落。银保监会数据显示,截至 2019 年上半年,核心一级、一级、全口径资本充足率分别为 10.71%, 11.4%和 14.12%,环比一季度末分别回落了 0.24%、0.12%、0.06%。

而监管部门也在不断鼓励银行多渠道补充资本。例如7月份正式发布实施《中国银保监会、中国证监会关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见(修订)》,为未上市银行发行优先股扫清障碍。

(摘自新浪财经, 2019年10月31日)

返回目录

风险事件

"14 金贵债"本息违约

11月2日公告显示,ST金贵于2014年11月发行的"郴州市金贵银业股份有限公司2014年公司债券"(以下简称"14金贵债")到期,但因公司目前资金周转困难,不能按期全额兑付"14金贵债"全体债券持有人的本金及利息。

"14 金贵债"的发行总额为 7 亿元,本期债券的期限为 5 年,债券存续期前 3 年的票面利率为 7.05%,经存续期第 3 年末上调票面利率后,存续期后 2 年的票面利率为 7.55%。2017年11月3日,本期债券投资者回售实施完毕,回售有效申报数量为 14.80 万张,剩余债券数量为 685.20 万张。ST 金贵应于 2019年11月3日前支付"14 金贵债" 6.85 亿元本金及债券利息。

此前,评级机构四次下调 ST 金贵及"14 金贵债"的信用评级。8 月 14 日,评级机构将 ST 金贵主体信用等级由 AA-下调至 A,评级展望为负面,"14 金贵债"信用等级由 AA-下调至 A。9 月 12 日,鉴于 ST 金贵部分债务已逾期,2019 年上半年收入规模下滑,利润大幅亏损,控股股东占用公司资金等因素,评级机构将 ST 金贵主体信用等级由 A 下调至 BBB,评级展望为负面,"14 金贵债"信用等级由 A 下调至 BBB。9 月 20日,鉴于 ST 金贵对"14 金贵债"本金及债权利息兑付存在重大不确定性风险,评级机

构将 ST 金贵主体信用等级由 BBB 下调至 BB-,评级展望为负面,"14 金贵债"信用等级由 BBB 下调至 BB-。评级机构认为 ST 金贵多个子公司股权及银行账户被冻结且面临多个诉讼事项,进一步加大了公司的流动性压力,整体偿还债务的能力较弱。10 月 18日,评级机构第四次下调了 ST 金贵及"14 金贵债"信用评级,认为 ST 金贵流动性紧张,控股股东未能及时归还所占用资金,限制了公司偿债资金的归集,公司整体偿还债务的能力较弱,因此将 ST 金贵主体信用等级由 BB-下调至 B-,评级展望为负面,"14 金贵债"信用等级由 BB-下调至 B-。

10月31日,ST金贵发布了2019年三季报,三季报数据显示,年初至报告期末,ST金贵实现营业收入13.75亿元,同比减少30.39%,归属于上市公司股东的净利润为-15.46亿元,同比下降855.95%,扣非后的归属净利润为-13.25亿元,同比减少710.12%,归属于上市公司股东的净资产为21.29亿元,同比下降42.42%。经营活动产生的现金流量净额为-4.73亿元,同比减少539.87%。上市公司的流动性危机在三季报中表现也较为明显,ST金贵的货币资金的期末余额为5.77亿元,较年初减少60.11%,主要系前期未到期的信用证、银行汇票等缴纳的保证金,本期陆续到期后划转归还所致。同时,因本期资金紧张迟发工资,应付职工薪酬增加127.97%,增加至2762.29万元。

10月31日,ST金贵公告显示,公司针对截至2019年9月30日可能存在回收风险的预付账款计提坏账准备以及非标保理业务进行预计负债。截至2019年9月30日,ST金贵对郴州市锦荣贸易有限责任公司等七家公司的预付账款账面价值合计为17.84亿元。鉴于上述供应商银行账户冻结,经营陷于停顿状态,已无法正常履约,预计上述供应商继续供货及预付款项回收存在较大的难度,出于谨慎性原则,考虑到可能会对2019年三季度净利润产生影响,单项按60%计提坏账准备。本次针对上述供应商预付账款计提坏账准备10.71亿元。截至2019年9月30日,ST金贵非标保理业务涉及的部分供应商剩余未归还的本金合计为60590.23万元。根据《企业会计准则》的相关规定,鉴于公司与部分供应商非标保理业务均已被资金方起诉,公司将承担连带清偿责任,目前上述诉讼均未判决,考虑到可能会对2019年三季度净利润产生影响,出于谨慎原则考虑,对上述涉诉非标保理业务可能承担的连带清偿责任,按60%预计负债36354.14万元。计提坏账准备和预计负债减少公司2019年三季度归属于母公司净利润约143414.86万元,减少公司2019年三季度归属于母公司所有者权益约143414.87万元。

二级市场人士表示,由于控股股东出现占用上市公司资金事项,三季报的真实性仍需验证,同时,ST 金贵仍面临着一定的危机,上市公司控股股东大额占用上市公司经营性资金将直接导致上市公司资金链紧张,也将面临一定的法律风险。

(摘自新京报, 2019年11月4日)

返回目录

天广中茂:深陷债务危机

近日的天广中茂身陷债务危机,其全资子公司电白中茂生物科技有限公司(以下简称中茂生物)自身公布的财务数据也互相矛盾。

天广中茂 2019 年 5 月 31 日披露的《关于深圳证券交易所年报问询函的回复公告》 (以下简称《问询函回复公告》)与评级机构发布的《公司债券 2019 年跟踪评级报告》 中,关于上市公司全资子公司中茂生物的营业收入数据自相矛盾,杏鲍菇 2017 年和 2018 年累计相差了 1.2 亿元的营业收入。

评级机构发布的《公司债券 2019 年跟踪评级报告》中披露,中茂生物的杏鲍菇在 2017 年和 2018 年分别实现了销量 5888.09 吨和 11034.38 吨,销售单价为 7756.57 元/吨和 8352.27 元/吨。由此计算得出,中茂生物的 2017 年和 2018 年的杏鲍菇销售收入约为 0.46 亿元和 0.92 亿元。然而,《问询函回复公告》提到,中茂生物在 2017 年和 2018 年的杏鲍菇收入分别为 1375.09 万元和 264.86 万元。这与《公司债券 2019 年跟踪评级报告》中的数据总计相差了 1.2 亿元。此外,《问询函回复公告》中,未以"营业收入"项列出 2018 年中茂生物的营业收入,但在"中茂生物"未来主营收入预测表中,同时提到了中茂生物 2016 年至 2018 年的主营业务收入与其他业务收入等,其中 2018 年度的各项合计数约为 2.65 亿元。该数据与天广中茂 2018 年年报披露的中茂生物营业收入 3.54 亿元有很大的差距。

据了解,在《问询函回复公告》中,2016年和2017年所列示的中茂生物主营业务收入与其他业务收入等合计数分别约为2.88亿元和3.36亿元。在天广中茂的2016年年报和2017年年报中公布的,中茂生物2016年度和2017年度的营业收入约为2.88亿元和3.7亿元。即《问询函回复公告》与年报中的数据,在2016年度一致,而2017年度则略有差异,但2018年度的数据差异很大。对于为何会产生差异,天广中茂副总经理王选表示: "经向财务部门核实,年报问询函回复里面的数据是评估机构在进行减值测

试时仅选取了中茂生物本部的数据,未包含相关子公司的数据。年报中的数据是合并数据,故二者之间有一定的差异。"

2016年天广中茂发行 12亿元的债券,即此次无法完成回购、不得不撤回回购的"16天广 01"。该债券的募集资金中 3.6亿元用于偿还贷款,剩余的 8.4亿元投入了消防、园林和生物板块。经梳理发现,天广中茂的钱去向大体分为三类,分别为:园林项目垫资及回款困难;被占用;对外投资。

首先是垫款。根据《2019年债券跟踪评级报告》,截至2019年3月末,天广中茂的合同总额为108.83亿元,已投资金额44.41亿元,累计确认收入53.98亿元,累计回款金额仅12.98亿元。这意味着,天广中茂有超过30亿元的垫付资金。

其次是被占用。天广中茂 2017 年年报显示,邱茂国(持股 14.75%)于 2016年 11 月至 2017年 3 月期间发生多笔对中茂园林的非经营性资金占用,累计金额 1.8 亿元。值得注意的是,这并不是邱茂国第一次占用公司资金。天广中茂曾在 2015年 定增的《预案》中披露:根据中茂生物确认,截至 2015年 2 月 28 日,邱茂国、邱茂期共占用中茂生物资金 3559.88 万元。

最后,还有一部分钱是用于对外投资。2017年8月8日,天广中茂发布《关于全资子公司参与设立股权投资基金的进展公告》,中茂生物以自有及自筹资金3.75亿元参与投资广州民投天茂股权投资合伙企业(有限合伙)。

(摘自每日经济新闻, 2019年11月5日)

返回目录

联合观点

2019 年三季度资产支持证券利差分析报告

2019年三季度,受诺亚财富基于应收账款融资的供应链金融暴雷事件影响,以应收账款、保理融资债权为基础资产的资产支持证券发行规模显著下降,资产证券化市场未能延续上半年高速增长态势,银行间和交易所债券市场共发行 312 单 913 只资产支持证券,发行单数和发行期数均同比增长 30%左右,环比分别下降 6.02%和 12.46%;发行金额 5029.30 亿元,同比和环比均下降 10%左右;单只平均发行规模 5.51 亿元,同比下降

30.52%,环比基本不变。2019年前三季度,银行间和交易所债券市场共发行901单2655只资产支持证券,发行单数和发行期数均同比增长60%以上;发行金额14505.53亿元,同比增长16.19%,受三季度拖累,增速较上半年有所放缓。2019年三季度,AAA、AA+、AA级资产支持证券的平均发行利率分别为4.57%、5.81%和5.73%,环比和同比均进一步下降;AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为181BP、304BP和297BP,其中AAA级和AA级资产支持证券的发行利差均值环比和同比均有所下降,AA+级资产支持证券的发行利差均值环比和同比均有所下降,AA+级资产支持证券的发行利差均值环比和同比略有上升。由于受样本数量和发行结构影响,2019年三季度信用评级对资产支持证券的发行利差的区分性有所下降,但从2019年前三季度看,各信用等级之间的发行利差均通过显著性检验,说明信用评级对资产支持证券的发行利差具有区分性。

查看全文请点击 https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20191031/153019021.shtml
(摘自中国债券信息网,联合资信、联合评级研究部供稿,2019 年 10 月 30 日)

返回目录

"2019年四季度中国债券市场展望论坛"顺利召开

2019年10月30日下午,由联合资信、联合评级和联合评级国际有限公司共同举办的"2019年四季度中国债券市场展望论坛"在深圳丽思卡尔顿酒店顺利召开。来自银行、证券公司、基金公司、保险资管公司等机构的近150位嘉宾出席了论坛。

联合资信总裁万华伟先生发表了热情洋溢的开幕辞。万华伟先生指出,2019年前三季度,信用债发行规模同比大幅增长,债券发行利率有所下行,发行人主体信用等级的调升趋势较去年同期有所减缓,债券违约事件仍持续发生;展望 2019 年四季度,万华伟先生表示,债券市场发行规模将平稳增长,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。

联合资信副总裁艾仁智博士发表"2019年四季度中国债券市场展望"的主题演讲。 艾仁智博士指出今年债券市场的总体发行规模同比有所增长,其中可转债的发行比较突 出,特别是民企的可转债;债券违约方面,艾仁智博士指出 2019年前三季度公募债券 市场违约率已接近 1%,但违约后处置进展整体比较缓慢。展望四季度,艾仁智博士认 为债市风险有结构性分化,民营企业风险在第四季度和明年值得关注。 联合评级地产行业评级总监李晶女士发表了"房地产行业信用风险展望"的主题演讲,认为房企债务到期规模大,整体安全边际下沉,短期安全性不容乐观;地产行业内部信用风险分化,财务稳健型、国有企业或者大型企业优势突出,民营中小型房企面临区域下沉或项目退出风险。

联合评级国际有限公司高级董事黄佳琪女士发表了主题为"国际评级看境内债券市场开放"的主题演讲,梳理了境内外评级机构在房地产企业评级方法中的差异,对境内外的监管情况进行了比较分析,并总结了国际市场投资者对境内债券市场的主要关注点。

圆桌讨论阶段,在联合资信副总裁艾仁智博士主持下,来自第一创业证券股份有限公司、宝盈基金管理有限公司、银华基金管理有限公司和联合国际的四位专家围绕"粤港澳大湾区的投资机会"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投资机会的 把握,在热烈的掌声中论坛圆满闭幕。

(摘自金融界债券, 2019年10月31日)

返回目录

阿根廷大选后政治风向左转 能否走出债务泥潭仍待观察

2019年10月27日,阿根廷举行四年一度的大选,选举产生新一届总统。根据已统计出的92.83%选票,中左翼的"全民阵线"联盟推举的总统候选人阿尔韦托·费尔南德斯以47.88%的得票率击败现任总统毛里西奥·马克里(得票率40.6%),当选新一任总统,将于今年12月正式就任,任期四年。根据阿根廷宪法,总统候选人需获得超过45%的选票,或者获得超过40%的选票且得票率领先第二名10个百分点才能获胜,否则获得选票最多的前两名候选人将参加第二轮角逐。

阿尔韦托·费尔南德斯现年 60 岁,法律专业出身,为中左翼的正义党成员。其曾于 2003-2008 年担任阿根廷政府内阁首席部长,期间先后为前总统内斯托尔·基什内尔及其夫人克里斯蒂娜政府服务。2019 年 5 月 18 日,克里斯蒂娜宣布推选费尔南德斯为正义党总统候选人,其自己将作为副总统候选人参选。

2019年8月11日,阿根廷举行了总统初选,费尔南德斯以47.79%的得票率意外大幅领先马克里(得票率仅32%)。结果一出导致阿根廷金融市场强震,股汇债"三杀",经济再次陷入衰退泥沼。

虽然马克里执政期间的"市场派"政策帮助阿根廷缓和了与国际资本市场的关系,但未从实质上改善民众福祉,而费尔南德斯一方具有长期的执政基础,加上中左翼经济政策迎合了选民心理,是其胜出的主要原因。

费尔南德斯领导的新政府面临严峻挑战,可能会采取一系列措施寻求债务重组、解决贫困及民生问题,恢复外资信心,但政策力度较克里斯蒂娜时期预计更为温和。

拉美中左翼力量显示出一定的生命力,阿根廷中左翼政府上台后,外交政策或更为 "亲中",但仍需注意经济政治政策中民族主义、国家干预主义及贸易保护带来的负面 影响。

查看全文请点击 <u>https://news.hexun.com/2019-10-31/199086578.html</u>

(摘自和讯网,联合资信主权部供稿,2019年10月31日)

返回目录

2019 年三季度公司债市场与利差分析报告

2019年三季度,流动性整体处于合理充裕状态,再加上债务集中到期偿付压力增大导致再融资需求提升,公司债发行量继续增加。我国交易所债券市场共有557家发行人发行公司债(包括一般公司债和私募债)747期,发行规模合计7490.25亿元。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31.98%、24.05%和20.35%;同比分别增长83.99%、85.05%和58.69%,同比增幅显著。三季度各级别各期限一般公司债平均发行利率和发行利差环比走势分化,同比多数有所下行。在95%的置信水平下,三年期和五年期各级别一般公司债的利差差异均显著,信用等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望 2019 年四季度,当前全球经济放缓,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,我国仍将实施稳健的货币政策,维持流动性合理充裕。预计四季度市场风险继续出清,公司债发行利率将处于区间波动态势,不同资质企业信用利差分化程度或将加大,各期限中高等级利差收窄,低等级利差继续走扩。随着政策调控持续趋严,房地产行业部分低资质和投资激进企业违约风险事件可能增多,利差仍有走扩压力。发行端,9 月多家券商接到证监会窗口指导,2019 年 9 月 19 日以后受理的私募债,规模超过净资产 40%的部分只能用于借新还旧,这表明私募债资金用途将有所收紧,进而影响私募债发行。另一方面,四季度及 2020 年公司债到期偿还量

为9975.66亿元,债券偿付压力仍较大,企业借新还旧趋势仍存。整体来看,四季度公司债发行量将保持平稳增长。

查看全文请点击 http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2019-11-01/doc-iicezzrr6559140.shtml
(摘自新浪财经,联合资信、联合评级研究部供稿,2019 年 11 月 1 日)

返回目录

2019 年三季度地方政府债与城投债市场分析

2019年7月,国务院金融稳定发展委员会办公室推出金融业对外开放措施,直接融资市场运行效率或将进一步提升;9月,摩根大通宣布将在2020年将中国政府债券纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列,可吸引国际资金流入境内债券市场;9月,中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》,明确我国将构建现代化高质量交通网络,分阶段逐步建设成为交通强国,并明确了多元化的资金保障体系,将长期有利于地方政府债券及城投债的发行。

地方政府债方面,三季度地方政府债发行规模环比下降,专项债券发行再次提速, 全年新增地方政府债额度几近用完,或提前下达明年新增额度。三季度政府债发行利率 较二季度有所回落,利差区间明显缩窄。

城投债方面,三季度城投债发行数量及规模同比、环比均增长明显,私募债发行占比持续上升;各级别城投债发行规模同比、环比均增长明显,AA级城投债发行规模同比增长最快,市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势;城投债发行期限整体仍以中短期为主,3+2年期占比持续上升;私募公司债发行规模占比进一步提升。三季度城投债发行利率、利差整体保持下行趋势;但不同级别期限出现分化,AA级短期限城投债平均利率、利差上升;AA级城投债一产业债负利差持续收缩,AA+级城投债一产业债负利差快速扩大。

在外部中美贸易摩擦以及内部稳增长压力下,国内逆周期调控政策持续实施,积极的财政政策及稳健的货币政策促使市场资金面整体合理宽裕;在地方政府隐性债务化解压力和城投企业到期债务压力下,监管政策阶段宽松,城投的再融资环境持续改善;城投债发行规模明显上升,发行利率持续下行,利差维持低位。

当前国内经济仍面临较大的下行压力,逆周期调控政策以及积极的财政政策和稳健的货币政策短期内仍将持续;国务院金融业对外开放政策的推出以及央行降准等政策将

有助于扩大货币市场资金来源,进一步释放市场资金流动性,维持市场整体宽裕的资金面。稳基建仍是托底经济增速的主要抓手,而作为基础设施建设的主要力量,城投的基建职能将得到强化,城投监管政策的阶段宽松有望持续,再融资环境有望持续改善;交通强国建设任务的较大资金需求亦将长期有利于地方政府专项债和城投债的发行。但地方债务监管的政策长期方向仍未改变,城投债发行仍将以借新还旧为主要目的。10 月份个别区域城投非标逾期事件发生,城投的风险仍需关注。此外,截至 2019 年 9 月底,当年新增政府债额度已几近使用完毕,地方政府债供给压力或将减弱,市场资金配给冲击减弱以及资金面的宽裕或将推动四季度城投债发行规模继续扩大。

查看全文请点击 http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2019-11-01/doc-iicezuev6515931.shtml
(摘自新浪财经,联合资信、联合评级公用事业部供稿,2019 年 11 月 1 日)

返回目录

2019 年上半年有色金属行业信用风险总结与展望

2019年上半年,有色金属行业共发行71只债券,发债总额853.29亿元,较去年同期增长1.06%,变化不大。从发债主体级别情况来看,2019年上半年发债主体共22家,其中以AAA企业为主。下半年有色金属行业到期债券数量86只,到期债券总额979.98亿元,涉及到期债券主体33个,部分企业下半年的债券到期金额与上半年成功发行金额相差较大,或存在一定的资金压力。

级别调整方面,随着上半年跟踪评级的完成,有色金属行业级别调整情况相对较多,其中,主体级别上调的企业共2家、主体级别下调的企业2家。

2019年上半年,中美经贸摩擦反复拉锯,短期内达成协议的可能性依然很低,目前仍处于不确定性较大的窗口调整期。同时以美联储为首的央行,普遍表达出对于下半年降息的支持态度,个别央行已经宣布降息,全球降息潮在下半年可能会加剧。国内方面,货币市场宽松局面继续保持,PMI数据继续走弱,社融增速持续回升,GDP同比回落,绝对水平创新低,中国经济仍面临下行压力;但随着减税、降费、降成本等政策红利逐步落地,下半年制造业有望得到改善。整体来看,一季度有色金属价格整体呈现先扬后抑的走势,反弹显示的是宏观层面对去年极度悲观预期的修正,随后进入震荡调整格局。二季度除铝价国内外走势分化,其他基本金属均受宏观影响、出现不同程度的下跌。

电解铝方面,2019年上半年,国内电解铝产量持续小幅增长,国内库存大幅去化,三季度重回垒库周期的概率正在不断增大。需求方面,铝材出口量持续增长,房地产市场回归理性后的平稳状态将是大概率事件,对铝材需求的拉动也将趋于稳定;国内汽车市场的低迷态势仍在持续,短期内对相关铝材的消费提振作用相对有限。

精炼铜方面,随着下半年国内主要铜供应商新增冶炼产能供给端产量提升明显,供应端整体较为宽松,铜市大概率会重新进入垒库存的状态。需求端较去年同期有所下降,电网基本建设投资完成额较去年同期下降明显,但基建持续发力会对铜产品的需求量形成有效的托底。

从上半年财务表现看,有色金属行业内企业整体盈利水平较为一般,企业面临主动和被动去杠杆,杠杆较高或债务集中到期的企业面临较高的流动性风险。

2019 年下半年,随着国家宏观调控的进一步托底和更大规模减税降费政策的陆续实施,下半年经济下行压力或将有所缓释,但不同金属的基本面情况有所分化,需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。受融资环境整体紧张影响,投资规模和资金需求规模大的企业信用风险较高。

查看全文请点击 http://sinozizhi.com/newsinfo/1736447.html

(摘自资治网,联合资信工商二部供稿,2019年11月1日)

返回目录

三季度主要信用债发行量大幅增加,债券市场开放程度有望持续提升

2019年三季度,监管层继续采取一系列措施推动债券市场扩容以及体制机制完善。一是鼓励绿色、科技创新等领域债券扩容,继续支持中小、民营企业债券融资;二是继续推动债券市场互联互通,加强信用评级行业信息披露;三是加快地方政府债券发行和使用速度,同时继续加强地方政府债券风险管控;四是不断推动我国债市对外开放,包括新增"债券通"报价机构、扩大外资机构在华信用评级业务范围、延长境外机构投资者债券交易结算周期、取消QFII和RQFII投资额度限制等,境外机构参与我国债市便利度大幅提升;五是在债券违约事件持续发生的背景下,监管层加强房地产企业发行外债信用风险、证券公司信用风险管理以及企业债务风险防控,同时加快完善市场主体退出制度、明确公司债券回购违约处置,违约后续处置机制得到进一步完善。

2019年三季度,央行继续实施稳健的货币政策,市场资金面整体较为宽松,利率水 平略有下降。在此背景下,债券市场共发行各类债券 11.14 万亿元,发行期数和发行规 模环比均增长 10%左右,发行期数同比增长 13.68%,发行规模同比减少 8.10%。其中, 非金融企业所发债券(含一般短融、超短融、中票、企业债、公司债)的发行家数、发 行期数和发行规模分别为 1196 家、2236 期和 22889.65 亿元, 较上季度和上年同期均有 显著增长,主要受益于利率水平的下降。此外,三季度非金融企业债券发行还具有债券 发行主体企业性质向国有企业集中、担保债券具有略高的风险溢价要求等特点。非政策 性金融债中商业银行金融债(含商业银行二级资本工具)发行规模(6262.50亿元)环比 和同比增幅均超过 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,商业银行永续债的发行规模(3350亿元)较上季度(800亿元) 大幅增加。资产支持证券发行期数(942期)环比回落超10%、同比增速超35%,发行 规模(5144.59亿元)环比和同比均回落10%左右,或与诺亚财富34亿供应链融资产品 暴雷使得应收账款类 ABS 产品确权风险暴露有关。但随着首单互联网票据 ABS、首单 以 LPR 为基准定价的浮动利率信贷 ABS、首单专利许可知识产权 ABS 等多单创新资产 证券化产品的发行,资产证券化的应用范围和领域进一步扩大。截至2019年三季度末, 我国债券市场主要债券品种存量规模达到94.27万亿元,较上季度末继续小幅增加。

从未来走势来看,发行方面,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,我国仍将实施稳健的货币政策,维持流动性合理充裕。在债券市场体制机制不断完善的背景下,民企、中小微企业债券融资渠道将不断拓宽,加之监管层鼓励多领域债券产品发行,债券发行量有望稳定增长;对外开放方面,10月,央行、外管局发布通知,允许同一境外机构投资者QFII/RQFII和直接入市渠道下的债券进行非交易过户,资金账户之间可以直接划转,并且同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次,进一步提高了境外投资者入市投资的便利性。同时央行、证监会表示将进一步推动评级领域对外开放,不断扩大外资评级机构的业务范围,允许更多符合条件的外资评级机构在银行间债券市场、交易所债券市场开展全部类别信用评级业务,提升金融业对外开放水平。在诸多政策的推动下,我国债券市场开放程度有望持续提升;违约后续处置方面,目前央行正在会同相关部门抓紧健全违约处置基本制度,配合最高人民法院研究明确违约债券涉及的法律问题,同时央行还在积极发展违约债券交易市场,研究推出债券置换等提高处置效率的市场化的债券违约处置手段。未来违约后处置制度有望进

一步得到完善;此外,10月,发改委印发《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》,进一步完善企业债券发行管理制度。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利益冲突管理规则》,继续加强评级行业监管。未来监管层有望采取更多措施完善债券市场相关制度、促进债券市场健康有序发展。

(摘自和讯网,联合资信、联合评级研究部供稿,2019年11月2日)

返回目录

"2019年四季度中国债券市场展望论坛"圆桌嘉宾观点专辑

2019年10月30日下午,在由联合资信评估有限公司、联合信用评级有限公司和联合评级国际有限公司共同举办的"2019年四季度中国债券市场展望论坛"上,圆桌讨论环节由联合资信副总裁艾仁智博士主持,来自银华基金管理有限公司、第一创业证券股份有限公司、宝盈基金管理有限公司和联合国际的四位专家围绕"粤港澳大湾区的投资机会"话题进行了热烈的讨论。

银华基金管理有限公司固定收益部副总监、固收研究部总经理刘小平女士主要从三方面分析了粤港澳大湾区债券的投资机会。一是粤港澳大湾区在境内存续的非金融企业债券约 2.67 万亿,占全市场存量债券的 11.5%,市场容量较大,能够给投资带来债券配置机会。二是从粤港澳大湾区债券信用风险来看,截至目前,粤港澳大湾区发生实质违约债券金额占存量余额的 0.2%,远低于全市场非金融企业债券 1.3%左右的累计违约率;并且粤港澳大湾区的违约企业全部为民营制造业,其他行业仍维持零违约,信用风险总体可控。三是从粤港澳大湾区债券性价比来讲,存量债券中地产债和城投债在区域中占比分别位居第一和第二,其中,地产占比 24%,远超过全市场 10%左右的平均水平,主要是由于粤系地产企业在 Top10、Top100 中占比较高;粤港澳大湾区城投债占比 10%,比全市场 40%的平均水平要低一些。从性价比上来讲,粤港澳大湾区的地产债性价比更高一些。

第一创业证券股份有限公司董事总经理兼资产管理部负责人尹占华博士分享了 2017年以来债券市场发生的变化和自己的投资经历。在 2017年 12 月债市经过一年多 调整后,尹占华博士及时大幅加仓,加长久期,加大杠杆;在 2018年 4 月央行降准超 预期后,快速减仓;在 2019年 4 月下旬中央政治局工作会议后,开始空股多债,大幅 减持可转债并大幅加仓高等级信用债;在 2019 年 5 月份包商银行事件后,大量的减信用债杠杆,加十年期利率债甚至 30 年国债和中长期超 AAA 信用债;在 2019 年 8 月底开始大幅减持中长期利率债,并把大部分 3~5 年期的债换成存单。尹占华博士表示今年市场波动太大,目前债市策略仍然是保持短久期、低杠杆、等待债券调整后的机会,一部分仓位采取 FOF 中性策略,持有现金牛大蓝筹、可转债或可交债、以及高收益债。在谈到明年的投资机会时,尹占华博士认为明年总体来说投资机会仍比较多,利率债将大概率往下走,中长期来看十年期国债估值中枢肯定大幅下行,提前发行的专项债在发行时会对利率债产生冲击,也许是一个比较好的加仓时点;高收益债是蓝海,但投资要分散风险。

宝盈基金固定收益部副总经理、基金经理高宇先生认为做投资最后比拼的是心理素质和思维能力。高宇先生认为,纯债投资的核心是在于对利率久期策略和信用债策略的综合把握;利率债严格遵循均值回归规律,核心在于大的趋势,看长期,做短期,淡化交易;而信用债是赚周期的钱,信用久期有时间的风险和行业周期的风险,而且行业周期的风险往往对估值影响非常大。高宇先生提到2018年的投资以久期为主,而2019年主要是做利率波段,交易核心是中短信用债+杠杆。高宇先生表示这两年自己的分析框架主要是基建+地产和制造、出口、消费两个链条。在谈到明年的投资机会时,高宇先生指出现在中国进入了经济周期钝化的转型阶段,近两年的增长总量数据变化幅度不大,但资产价格波动率还是很高,这是一个值得思考的问题;在明年的投资策略上,高宇先生建议明年多关注利率债的机会。

联合国际高级董事黄佳琪女士主要从三个方面对中资美元债的风险关注点进行了分享。一是国家政策。企业发美元债时,拿到批文、额度和资金的用途等都会受到政策的影响,以及跨境的资本流动,也与国家政策有关。二是结构性偿债序列问题。目前美元债的发行是由境内主体直接去发行,或者是透过境外的 SPV 公司去发行,当透过 SPV 发行时,SPV 通常没有资产,这就会有结构性的偿付风险,因为它对境内的公司资产没有直接的求偿权。在此情况下,当发生违约需要具体偿付时,就会产生一些差异。为此,当境内企业透过境外公司发债时,通常会签订维好协议或母公司出具股权收购承诺函等,以增强债券投资者信心。三是担保方式、母公司对子公司支持的意愿和能力。在评估债券的违约风险时,担保方式、维好协议的强度、母公司对子公司支持的意愿和能力都是要考量的因素之一。

圆桌论坛四位嘉宾对中国债券市场四季度的信用风险和粤港澳大湾区投资机会的深入分析和独到的观点,引起参会者的浓厚兴趣,获得大家的一致认可。此次精彩的圆桌讨论将整个论坛推向高潮。

(摘自联合资信微信公众号,联合资信、联合评级研究部供稿,2019年11月5日)

返回目录