

公司债市场月报

2018年4月

研究部 李天娇 刘沛伦

发行期数与规模大幅增长，评级下调与违约事件增加

- ◆ 交易所债市要闻概览
- ◆ 一级市场概况
- ◆ 信用等级分布
- ◆ 发行利率及利差分析
- ◆ 评级调整概况
- ◆ 违约事件概况



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

一、交易所债市要闻概览

1、《债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》正式出台

4 月 24 日，上交所、中国结算发布《关于发布<上海证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司债券质押式三方回购交易及结算暂行办法>的通知》，从投资者适当性、担保品管理、交易结算安排、持续管理等方面明确了三方回购业务规范。

三方回购是境外债券市场重要的回购业务品种，上交所、中国结算此次推出的三方回购业务具有以下特点：一是三方回购业务实行准入备案管理，为有效控制参与主体风险，三方回购业务对正回购方进行了严格的准入限制，并建立授信白名单制度；二是三方回购业务根据债券品种、信用评级等要素设置了八个相对标准化的质押券篮子，有利于提高交易结算的效率；三是第三方机构提供担保品集中管理服务，包括对担保品进行选取，并在存续期内对质押券实行逐日盯市；四是三方回购引入违约担保品处置机制，消除对手方违约后的后顾之忧。

联合认为，《暂行办法》对构建多层次回购体系、促进交易所债券回购市场的流动性具有重要意义。相较 1 月份发布的征求意见通知，此次发布的《通知》结合市场实际情况对业务开展初期的一些事项进行了规范，可实现稳步推进债券质押式三方回购交易发展。

2、证监会：进一步完善绿色债券标准

中国证监会公司债券监管部主任蔡建春 4 月 24 日在中国证券业协会绿色证券专业委员会成立大会暨中国绿色证券高峰论坛上指出，今年是贯彻落实党的十九大精神的开局之年，在此当下，中国证券业协会设立绿色证券专业委员会，对于资本市场贯彻落实党的十九大精神、进一步推动绿色金融持续健康发展具有重要意义。证监会一直高度重视发挥交易所债券市场服务国家战略和实体经济的功能和作用，下一步，需要包括政府、企业、个人在内的社会各方共同努力，来强化市场参与各方的社会责任意识，探索形成社会责任机制、构建社会责任体系，包括进一步完善绿色债券标准，进一步提高绿色债券市场参与各方的积极性，进一步夯实绿色债券发展的基础。

联合认为，绿色债券在支持绿色产业发展、服务绿色经济的过程中发挥了重要作用，证监会进一步完善绿色债券标准，有利于引导金融机构加快绿色债券创新，鼓励绿色债券投资，促进绿色债券市场发展。

3、上交所将实施资金前端风险控制制度

为做好交易参与人顺利开展证券交易资金前端风险控制的相关工作，上交所制订了《上海证券交易所证券交易资金前端风险控制交易参与人业务指南》，并于 4 月 4 日发布，自 6 月 1 日起实施。根据《业务指南》，资金前端控制是指上交所、中国结算对交易参与人相关参与者交易业务单元全天净买入申报金额总量实施额度管理，并通过上交所对交易参与人实施前端控制的制度。对于资金前端控制适用的交易品种，当交易参与人的关联交易单元全天净买入申报金额达到或超过自设额度时，上交所技术系统不接受关联交易单元下的所有交易单元的竞价交易买入申报。交易参与人因业务原因，需要在盘中进行自设额度应急调整的，可以在上交所交易时间内通过特定交易单元以交易申报的方式向上交所提交。

联合认为，设置资金前端风险控制可以避免发生巨额、非正常买入并造成市场异常波动的事件，进一步完善交易所市场机制，在保护交易参与者的同时有利于维持债券市场稳定运行。

4、深交所修订章程，强化一线监管职能

深圳证券交易所 4 月 24 日发布 2018 年会员大会决议，修订《深圳证券交易所章程》，将切实强化一线监管职能。本次章程的修订，一是强化交易所的风险防控职责，二是进一步拓展交易所的职能范围，三是进一步丰富交易所的一线监管手段，四是完善会员客户交易行为管理职责，五是将债券发行人等主体纳入监管范围，为交易所组织和监督债券交易等活动提供了依据。

章程第十七条新增交易所建立风险管理和监测机制，维护市场安全稳定运行的规定；章程第七条明确了交易所决定证券暂停、恢复、终止和重新上市，提供非公开发行证券转让服务，对证券服务机构进行监管等职能；章程第十四条明确“惩罚性违约金”作为纪律处分，新增“向相关主管部门出具监管建议函”的监管手段；章程第二十一条增加要求会员在与客户的协议中“约定对委托交易指令的核查和对异常交易指令的拒绝等内容”，要求会员“完善客户交易行为监控系统”“对可能严重影响正常交易秩序的异常交易行为应当拒绝接受其委托”，进一步落实“以监管会员为中心”的交易行为监管模式。

联合认为，监管手段的增加提升了对发行人和中介机构的行为约束，将有效杜绝信息披露不真实、不准确、不完整的情形，并进一步完善了会员客户交易行为管理职责。在新的监管模式下，交易所和会员将各司其职、各尽其责，共同提升维护市场秩序、发现违法线索、防范交易风险。

二、一级市场概况

2018 年 4 月（以下统称为“本月”），交易所债券市场合计发行各类公司债 226 期，募集资金 2782.46 亿元，环比和同比均显著增长，主要是由于市场资金面预期较为稳定，融资成本有所降低，以及公司债今年到期数量较多导致再融资需求增加。

本月，公司债发行规模最多的仍为一般公司债，发行规模在总发行规模中的占比为 42.99%；一般公司债发行期数超过私募债，在各类公司债发行期数中位居第一，主要原因是在当前严监管和违约多发的背景下，投资者风险偏好下降，私募债发行难度较高。

表 1 2018 年 4 月交易所债券市场公司债发行情况（单位：期、亿元、%）

券种	2018 年 4 月		2018 年 3 月		2017 年 4 月		环比增长		同比增长	
	期数	规模	期数	规模	期数	规模	期数	规模	期数	规模
一般公司债	98	1196.20	70	744.74	55	594.97	40.00	60.62	78.18	101.05
私募债	85	688.38	74	582.42	60	461.30	14.86	18.19	41.67	49.23
证券公司债	36	819.50	22	447.10	23	665.40	63.64	83.29	56.52	23.16
可交换债	4	47.80	3	41.51	9	125.25	33.33	15.15	-55.56	-61.84
可转债	3	30.58	9	148.15	1	3.40	-66.67	-79.36	200.00	799.41
总计	226	2782.46	178	1963.92	148	1850.32	26.97	41.68	52.70	50.38

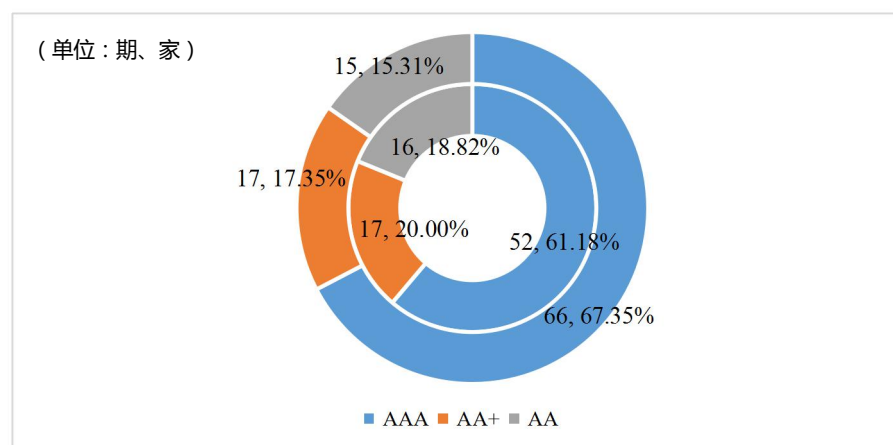
数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

三、信用等级分布

一般公司债：发行人级别集中于 AAA 级，以地方国企为主，主要分布在资本货物、多元金融和材料 II 行业¹

本月共有 85 家发行人发行 98 期一般公司债，发行人和债项级别均主要集中于 AAA 级（52 家，66 期），发行人主要来自于地方国有企业（43 家），发行人行业以资本货物、多元金融和材料 II 为主（48 家）。

¹ 行业分类标准为 Wind 债券行业二级分类统计，以下同。



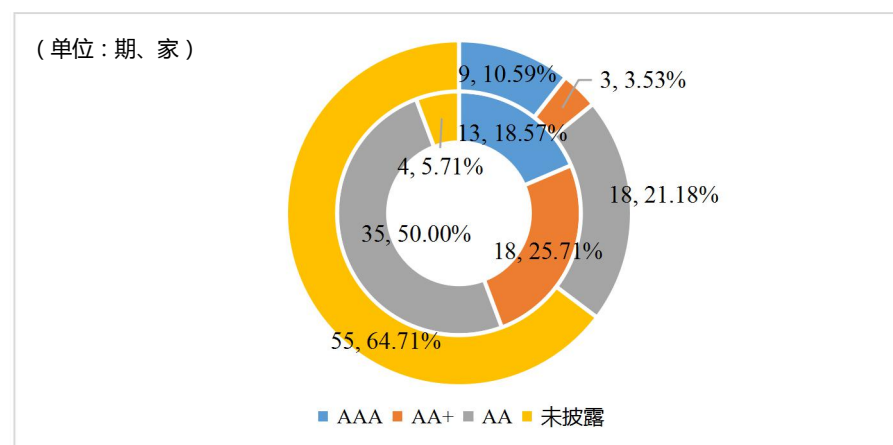
注：外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图 1 2018 年 4 月一般公司债评级分布情况

私募债：发行人级别集中于 AA 级，以地方国企为主，主要分布在资本货物行业

本月共有 70 家发行人发行了 85 期私募债，发行人级别主要集中于 AA 级（35 家），有披露的债项级别主要集中于 AA 级（18 期），发行人主要来自地方国有企业（51 家），发行人行业以资本货物为主（34 家）。



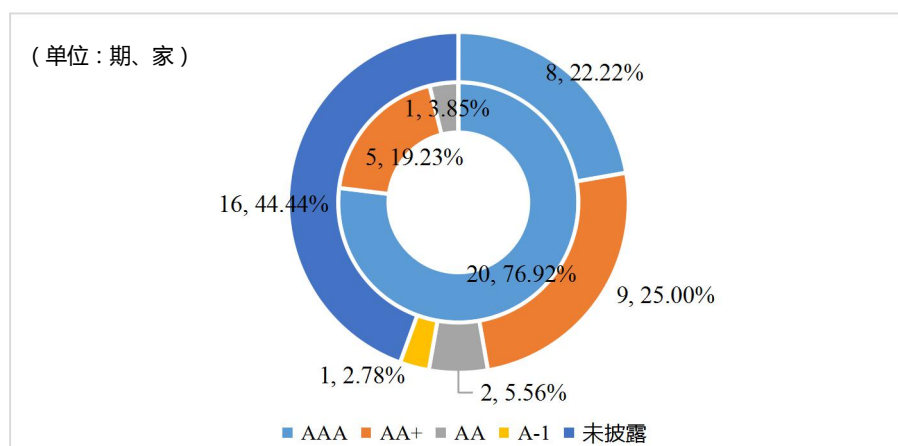
注：外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图 2 2018 年 4 月私募债评级分布情况

证券公司债：证券公司债发行人级别集中于 AAA 级

本月共有 26 家证券公司发行了 36 期公司债券。发行人级别主要集中于 AAA 级(20 家)，有披露的债项等级以 AA+级以上债券为主（17 期）。



注：外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图 3 2018 年 4 月证券公司债发行级别情况

可交换债：发行人级别集中于 AA+级及以上，以地方国企为主，主要分布在资本货物行业

本月共有 4 家发行人发行了 4 期可交换债。披露主体评级信息的有 3 家（AAA 级 2 家，AA+级 1 家）。发行人主要来自地方国有企业（2 家），发行人行业以资本货物为主（2 家），债券发行方式以私募发行为主（3 期）。

可转债：发行人级别集中于 AA 级，均为民企，行业分散

本月共有 3 家发行人发行了 3 期可转债。主体评级分布为 AA 级 2 家，AA-级 1 家。发行人全部为民营企业，发行人行业分散，债券发行方式全部为优先配售和上网定价发行。

四、发行利率及利差分析

从发行利率来看，本月 AAA、AA+和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率分别为 4.96%、5.67%和 6.99%，AAA 级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 5.17%。平均发行利率呈现随级别的降低而逐步上升，随发行期限的增加而递增的特点。与上月相比，在稳健中性的货币政策导向下，本月央行超预期降准，资金面总体呈现松紧适度的紧平衡态势，各期限各级别一般公司债平均发行利率均有所下行。但与上年同期相比，本月各期限各级别一般

公司债平均发行利率均上行 20bp 以上，主要是由于自上年 4 月下旬以来，金融监管趋严导致资金面趋紧，公司债发行利率波动上行，本月虽有所下行但整体仍处于高位。

从发行利差来看，本月 AAA、AA+和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利差分别为 147.65bp、225.80bp 和 354.50bp，AAA 级别 5 年期一般公司债的平均发行利差为 141.83bp，对于相同期限不同级别的一般公司债，平均发行利差随级别的降低而逐步扩大。与上月相比，本月各期限各级别一般公司债平均发行利差明显下降，与上年同期相比，除 3 年期 AA+级外，其余各期限各级别一般公司债平均发行利差均有所下行。

从发行级差来看，本月 AA 级券种级差大于 AA+级券种级差，表明在违约常态化背景下，投资者对于信用等级越低的债券风险溢价越高。从利差波动性来看，本月多数级别一般公司债的利差变异系数环比和同比均有所增加，表明市场对于各级别一般公司债的风险判断有所分化。

表 2 2018 年 4 月一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限	债项级别	样本数	发行利率(%)		利差(BP)		
				区间	均值	均值	级差	变异系数
2018 年 4 月	3	AAA	26	4.50~6.10	4.96	147.65	-	41.99
		AA+	5	5.21~6.36	5.67	225.80	78.15	19.04
		AA	4	5.91~7.80	6.99	354.50	128.70	19.75
	5	AAA	6	4.90~5.40	5.17	141.83	-	50.06
2018 年 3 月	3	AAA	24	5.08~7.00	5.50	196.46	-	23.41
		AA+	11	5.50~8.00	6.15	261.09	64.63	28.34
		AA	4	6.90~7.55	7.19	364.00	102.91	9.07
	5	AAA	6	5.40~6.08	5.73	204.67	-	14.17
2017 年 4 月	3	AAA	21	4.24~5.65	4.70	156.43	-	20.46
		AA+	8	4.63~5.79	5.23	215.25	58.82	15.33
		AA	8	5.25~7.70	6.69	364.25	149.00	25.53
	5	AAA	5	4.58~5.50	4.97	164.40	-	19.46

注：①统计样本为公开发行的期限在一年期以上的一般公司债券，不包括证券公司发行的公司债券。②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；③以债项级别为统计基础。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。④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。⑤变异系数为利差的标准差与利差均值的比。⑥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

五、评级调整概况

本月交易所债券市场存续的一般公司债发行人级别变动（含展望）合计 20 家。上述级别变动中，级别上调 13 家，级别下调 7 家。相较于上月 11 家的评级调整量（调升 7 家，调降 4 家），本月评级调整数量有所增加。相较于上年同期 22 家的评级调整量（调升 21 家，调降 1 家），本月评级调整数量大致相当，但调降数量显著增加。

从行业分布来看，上调级别的发行人主要分布在房地产 II、材料 II 和多元金融等行业，下调级别的发行人主要分布在能源 II、技术硬件与设备和商业和专业服务等行业。

从级别调整原因来看，发行人级别上调原因主要包括经营业绩进一步提升，流动性持续充足，债务偿付资金保障程度较高且进一步增强，区域/行业领先地位得到巩固等；级别下调原因主要源自部分企业盈利能力较差，资金流动压力加大，董事长被调查，偿债风险增加或已构成实质性违约等。

表 3 2018 年 4 月一般公司债发行人主体评级调整情况

调整情况	发行人	发行人行业	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
				日期	主体评级	日期	主体评级
上调	山东南山铝业股份有限公司	材料 II	上海新世纪	2018-04-08	AAA	2017-08-11	AA+
	上海大名城企业股份有限公司	房地产 II	联合评级	2018-04-10	AA+	2017-06-22	AA
	信达地产股份有限公司	房地产 II	中诚信国际	2018-04-12	AA+	2017-06-28	AA
	安阳钢铁股份有限公司	材料 II	中诚信证券	2018-04-12	AA	2017-04-14	AA-
	北京首农食品集团有限公司	食品、饮料与烟草	联合评级	2018-04-12	AAA	2017-08-01	AA+
	南京钢铁股份有限公司	材料 II	上海新世纪	2018-04-13	AA+	2017-04-26	AA
	新光控股集团有限公司	多元金融	联合评级	2018-04-13	AA+	2017-06-12	AA
	旭辉集团股份有限公司	房地产 II	中诚信证券	2018-04-17	AAA	2018-02-14	AA+
	深圳市新纶科技股份有限公司	材料 II	鹏元资信	2018-04-19	AA-	2017-06-16	A+
	华新水泥股份有限公司	材料 II	中诚信证券	2018-04-20	AAA	2017-04-18	AA+
	山鹰国际控股股份公司	材料 II	联合评级	2018-04-20	AA+	2017-05-18	AA
	中国环球租赁有限公司	资本货物	上海新世纪	2018-04-20	AAA	2018-02-07	AA+
			中诚信国际	2018-04-23	AAA	2017-07-20	AA+
	武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司	多元金融	上海新世纪	2018-04-27	AA+	2017-08-08	AA
下调	安徽盛运环保（集团）股份有限公司	商业和专业服务	中诚信国际	2018-04-04	AA-	2017-08-23	AA

上海华信国际集团有限公司	能源 II	联合资信	2018-04-09	AA	2018-03-01	AA+
		联合评级	2018-04-10	AA	2018-03-02	AA+
天广中茂股份有限公司	资本货物	联合评级	2018-04-10	AA-	2017-06-23	AA
洲际油气股份有限公司	能源 II	联合评级	2018-04-10	A	2017-06-27	AA-
深圳市金立通信设备有限公司	技术硬件与设备	联合评级	2018-04-17	A	2018-03-02	AA-
富贵鸟股份有限公司	耐用消费品与服装	东方金诚	2018-04-20	C	2018-02-09	CC
		上海新世纪	2018-04-23	C	2018-02-27	CC
中安消股份有限公司	软件与服务	联合评级	2018-04-28	C	2017-11-25	A

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

整体来看，本月一般公司债主体评级调整数量与上年同期相当，但调降数量同比显著增加。

六、违约事件概况

本月交易所债券市场新增 2 家违约发行人，共涉及 2 期债券，违约金额合计为 27.94 亿元，新增违约主体数量较上月（1 家）和上年同期（0 家）有所增加；另有 1 家此前已经发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息，涉及债券 1 期，违约金额为 0.86 亿元。

富贵鸟股份有限公司前期存在大额对外担保及资金拆借，相关款项无法按时收回，且公司实际控制人、董事长林和平先生未能按照《保证合同》的约定履行担保责任，4 月 23 日，债券到期应付的回售本金及利息无法得到及时偿付，“14 富贵鸟”发生实质性违约。

神雾科技集团股份有限公司（以下简称“神雾集团”）重要子公司神雾环保技术股份有限公司发行的“16 环保债”于今年 3 月出现实质性违约，神雾集团整体流动性紧张，偿债能力较弱。截至 2018 年 4 月 27 日，神雾集团未履行追加担保义务，未使担保比例不低于 140%，已违反“16 神雾 E1”募集说明书关于追加担保的约定，构成“16 神雾 E1”违约事件。

亿阳集团股份有限公司所发“16 亿阳 01”和“16 亿阳 03”此前已发生违约，主体评级已被下调为 C 级，目前公司正在进行重组，4 月 17 日无法按时支付“16 亿阳 04”利息及相关手续费，“16 亿阳 04”构成违约。

表 4 2018 年 4 月交易所债券市场违约债券列表（单位：亿元）

名称	发生日期	发行人	违约金额	公司属性	省份	行业	债券分类	违约类型	状态
14 富贵鸟	2018-04-23	富贵鸟股份有限公司	7.02	民营企业	福建省	耐用消费品与服装	一般公司债	本息兑付违约	新增违约 发行人
16 神雾 E1	2018-04-27	神雾科技集团股份有限公司	20.92	中外合资企业	北京市	商业和专业服务	可交换债	本息兑付违约	
16 亿阳 04	2018-04-17	亿阳集团股份有限公司	0.86	民营企业	黑龙江省	资本货物	一般公司债	利息兑付违约	已发生违约发行人

数据来源：联合资信 COS 系统

整体来看，本月既有前期已违约发行人的存续债券违约，又有新增主体发生违约。在今年资产回表、严控非标、严控地方政府违规融资的监管大背景下，信用创造整体趋于收缩，需密切关注弱资质企业的信用风险。