

首批私募可转债发行，交易所债市评级关注事项增多 ——2017年10月信用债分析报告

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 胡乾慧

- ◆ 政策面：10月因长假因素相关政策出台较少，监管层主要针对绿色金融、PPP资产证券化出台相关指导意见；交易所债券市场继续推进产品创新，发行了系列首单产品，包括全国首批创新创业公司私募可转换债券（17旭杰转、17伏泰转、蓝天转S1）、全国首次地方债续发行试点（云南省地方债）、全国首单试点项目收益专项公司债（17延安01）、国内首单央企租赁住房REITs/首单储架发行REITs（中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划）等。
- ◆ 一级市场：在近期资金面中性偏紧、基本面相对稳定的背景下，10月公司债整体平均加权票面利率为5.52%，环比上升约7BP；3年期AAA、AA+级别公司债发行利率利差上升明显；证券公司债平均发行利率有所下降。企业债、中期票据和短融平均票面利率分别为6.59%、5.64%和4.79%，前两者延续上升态势，短融则有所回落。发行规模方面，交易所债市本月发行各类公司债2,063.95亿元，环比小幅增长4.84%；银行间债市本月信用债发行额为3,924.70亿元，环比小幅下降7.14%。
- ◆ 二级市场：10月整体资金面前紧后松，上交所回购利率GC001、GC007震荡下行后又上升，各类公司债成交量继续下滑，收益率相对平稳，高级别公司债信用利差上升；银行间债市成交量下滑明显，高等级中短期限收益率有所上行，低等级长期债券信用利差收窄幅度明显。
- ◆ 评级分布及调整：10月AAA级别公司债发行人继续增长，公司债和证券公司债债券级别重心上移；银行间债市AAA级主体融资规模最大，占比环比上升。本月两大市场评级调整的发行人有所重合，其中湖北宜化化工股份有限公司因经营状况恶化引发其及控股股东主体级别调降，丹东港集团有限公司中票违约引发主体级别发生大跨度调整；交易所债市的评级关注事项明显增多。
- ◆ 信用事件：本月交易所债券市场共发生1家发行人存量违约事件，来自于上海市建设机电安装有限公司（12沪机电），源自还款资金仍未及时到位。丹东港集团有限公司发行的“14丹东港MTN001”由于未能足额兑付回售部分本金，发生实质性违约。
- ◆ 市场展望：10月下旬以来，受市场心理预期的影响，债市基准收益率不断上行，但近期资金面并未出现大幅收紧，整体仍较为平稳。目前央行维稳意图仍然较为明显，货币政策有望维持稳健中性。近期出台的资管新政监管力度整体好于预期，短期对债市冲击有限；中期来看需要关注细则的出台对存量债券的影响；从长远看，未来债券配置需求可能受到影响，信用债受到的负面影响较大，信用债等级间利差和期限利差面临走扩压力。

◆ 债市重要监管政策

10月上旬，北京市金融工作局等部门出台《关于构建首都绿色金融体系的实施办法》，明确绿色债券激励政策，加大环境信息披露力度，旨在推动绿色债券创新，相关负责人表示要支持京津冀金融机构在京津冀区域内开展业务创新，尤其是发行专项建设债券、绿色债券、PPP资产证券化等产品。

10月中旬，上交所、深交所、机构间私募产品报价与服务系统三部门共同发布了实施《PPP项目资产支持证券挂牌条件确认指南》、《PPP项目资产支持证券信息披露指南》。上述两项指南对于三类基础资产（PPP项目收益权、PPP项目资产、PPP项目公司股权）的合格标准、发行环节信息披露、存续期间信息披露等做出了详细的规定。指南的发布将使PPP项目资产证券化业务更加规范、更具可操作性。

市场热点方面，本月交易所债券市场发行了系列首单产品，包括全国首单创新创业公司私募可转换债券（17旭杰转、17伏泰转、蓝天转S1）、全国首次地方债续发行试点（云南省地方债）、全国首单试点项目收益专项公司债（17延安01）、国内首单央企租赁住房REITs/首单储架发行REITs（中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划）等，其中私募可转换债券有利于规范和完善私募股权市场，丰富并购支付手段，扩展了高科技成长性企业的融资渠道。

整体来看，因国庆长假本月相关政策出台较少，监管层主要针对绿色金融、PPP资产证券化出台相关指导意见；交易所债券市场继续推进创新，对我国企业转型升级和供给侧结构性改革具有积极作用。

◆ 一级市场

一、发行情况：两大市场信用债发行规模涨跌不一，私募可转换债首发

（一）交易所债券市场：整体发行规模小幅增长，永续债表现亮眼

10月整体资金面前紧后松，发行成本有所上扬，但交易所债市整体信用债发行量下滑48.38%，但发行规模依旧小幅度增长4.84%。相较于本月564.74亿元的偿还规模，本月公司债净融资1,499.21亿元，仍呈现大规模净流入状态。

从细分构成上看，发行规模较大的品种来自于一般公司债、私募债和普通证券公司债。其中，规模下降幅度最大的来自于可交换债，环比下降了61.85%，主要源自市场配置需求的下降；规模增长最快的来自于证券公司债，环比增长了23.66%，主要源自券商融资需求的增加。得益于政策支持，本月共有3期私募创新创业可转债发行。

创新品种方面，本月交易所市场共发行了6期绿色公司债（80.25亿元）、9期永续债（218.80亿元）、4期双创债（8.71亿元，含3期私募双创转债），总发行规模达到307.76亿元，环比上月增长169.73%，主要源自永续债规模的大幅增长。

综上，在资金成本上升的背景下，本月一般公司债、证券公司债和私募债发行量增长明显、私募债和可交债发行量萎缩，创新债券中永续债增长明显。

表1 2017年10月交易所债券市场发行情况 单位：期 亿元 %

项目	17年10月	17年9月	环比变化
----	--------	-------	------

	期数	规模	期数	规模	期数	规模
证券公司债	32	767.90	26	621	23.08	23.66
短期公司债	6	181.10	10	295	-40.00	-38.61
普通公司债	18	429.60	9	213	100.00	101.69
次级债	8	157.20	7	113	14.29	39.12
公司债	117	1214.34	128.00	1,097.58	-8.59	10.64
一般公司债	59	691.43	54	492.51	9.26	40.39
私募债	58	522.91	74	605.07	-21.62	-13.58
可转债	4	30.71	1	18.4	300.00	66.90
可交换债	5	51	11	133.7	-54.55	-61.85
合计	158	2,063.95	306.10	1,968.58	-48.38	4.84

数据来源：wind 资讯。注：一般公司债为公募发行的公司债，下同。

（二）银行间债券市场：信用债发行量小幅下降，短融发行规模最大，融资租赁公司发行规模大幅上升

10月份，银行间市场信用债发行392只，规模合计3,924.70亿元，同比下降12.50%，环比下降7.14%。从各类型债券看，企业债发行290.40亿元，同比下降35.94%，环比下降40.35%；中期票据发行1,102.00亿元，同比增长0.48%，环比下降2.26%；短期融资券发行2,156.30亿元，同比下降14.86%，环比增长5.18%；定向工具发行376.00亿元，同比下降0.90%，环比下降33.13%。

从发行人所处行业来看，发行规模前五的行业分别为建筑业、制造业、综合、交通运输仓储和电力热力燃气供应业，上述合计占比74.39%。建筑业发行669.20亿元，同比较为稳定，环比下降30.41%；制造业发行632.50亿元，同比下降36.90%，环比较为稳定；综合类行业发行594.4亿元，同比和环比分别小幅下滑7.93%和2.88%；交通运输、仓储和邮政业发行规模增长较快，10月共发行519亿元，环比上升72.65%，同比上升68.95%；电力热力燃气供应业发行规模下滑明显，10月共发行494.50亿元，同比和环比分别下滑26.03%和15.90%。发行规模上升幅度较大的行业还包括金融业，10月份共发行169亿元，同比上升40.25%，主要系融资租赁公司发债较多所致。

二、利率利差：公司债券、企业债及中票发行利率环比上升，证券公司债及短融发行利率回落

（一）交易所债券市场：3年期AAA、AA+级别公司债利率、利差上升明显，证券公司债平均利率水平有所下降

在近期资金面中性偏紧、基本面相对稳定的背景下，本月公司债发行利率较9月环比小幅上升。2017年10月，公司债整体平均加权票面利率为5.52%，环比上升约7BP。从发行量最大的3年期公司债看，平均发行利率环比上月基本持平，其中AAA、AA+级别环比分别上升17BP和11BP，AA级别环比下降26BP。5年期方面，平均发行利率亦基本持平，其中AAA级别利率环比下降了7BP。

利差方面，3年期公司债AAA、AA+级别发行利差环比分别上升了10BP和3BP，5年期产品AAA级别发行利差环比下降了19BP。

表2 2017年10月一般公司债发行利率及利差情况 单位：%、BP

债券类型	发行期限	债项级别	平均发行利率		平均发行利差	
			9月	10月	9月	10月
一般公司债	3年 均值：5.59	AAA	4.99	5.16	144.00	154.54
		AA+	5.80	5.91	225.73	229.09

		AA	6.61	6.35	305.26	274.88
	5年 均值: 5.35	AAA	5.23	5.16	162.48	143.32
		AA+	5.49	--	185.33	--
		AA	--	7.50	--	368.16

数据来源: wind, 联合评级整理。注: 均值为该期限的平均发行利率, 已考虑选择权。

证券公司债中, 发行量最大的3年期产品利率环比上月下降明显, 10月平均发行利率为5.17%, 环比9月下行了20BP。其中, AAA平均发行利率为4.81%, 较上月持平, 发行利差下行6BP; AA+级别发行利率为5.36%, 环比下降了12BP, 对应发行利差下降16BP。

表3 2017年10月证券公司债发行利率及利差情况 单位: %、BP

债券类型	发行期限	债项级别	平均发行利率		平均发行利差	
			9月	10月	9月	10月
证券公司债	3年 5.37 均值: 5.17	AAA	4.82	4.81	127.37	121.27
		AA+	5.48	5.36	191.96	176.17
		AA	--	5.61	--	202.25

数据来源: wind, 联合评级整理。

(二) 银行间债券市场: 企业债发行利率上升明显, 短融有所下降

从发行利率看, 企业债、中期票据融资成本仍延续前两月上升态势, 而短期融资券有所回落, 各类型债券融资成本较去年同期仍高出160BP~260BP。具体看, 企业债平均发行利率为6.59%, 环比上升19.29BP, 同比上升幅度达257.48BP; 中期票据平均发行利率为5.64%, 环比上升0.29BP, 同比上升幅度达198.54BP; 短期融资券平均发行利率为4.79%, 环比下滑3.66BP, 同比上升166.30BP。

整体来看, 本月交易所市场信用债发行规模小幅上升, 公司债整体发行利率较为平稳, 环比上月变化不大, 但级别间利率及利差略有分化, 高级别利率利差上升明显; 银行间市场发行规模小幅下滑, 企业债发行利率环比上升明显。

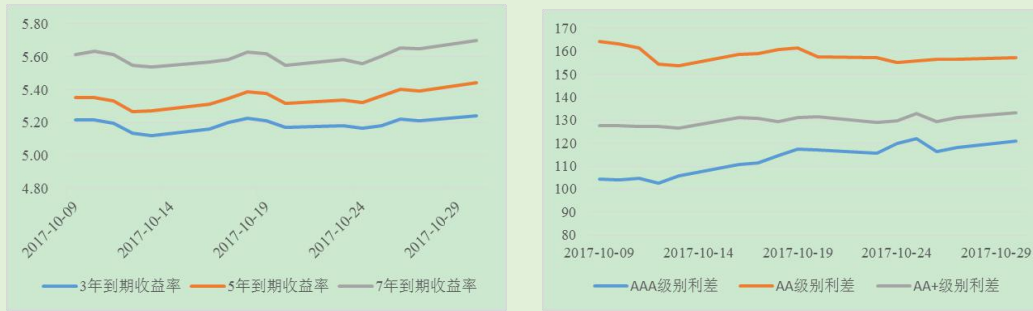
◆ 二级市场

一、交易所债券市场: 公司债成交量小幅下降, 收益率小幅上行, 高级别公司债产品信用利差上升

受债券市场整体调整的影响, 10月交易所各类公司债成交量环比继续下滑, 累计成交各类公司债886.29亿元, 环比小幅下降9.15%, 主要来自于公司债及可交换债交易规模的下降。成交规模构成中, 私募债(占比47.22%)、一般公司债(占比30.30%)、可转债(占比14.08%)成交规模占比较大, 可交换债(占比6.30%)、证券公司债(占比2.11%)占比微小。

10月整体资金面前紧后松, 虽然基本收益率在市场恐慌情绪影响下一度上扬, 但在央行大幅净投放操作下, 资金面并未出现大幅收紧, 上交所回购利率GC001和GC007本月呈现震荡下行后又上升的走势, 公司债收益率走势类似, 但整体波动不大。以AA级别公司债为例, 3年、5年和7年期一般公司债平均到期收益率分别为5.19%、5.35%和5.60%, 3年期环比上月下降了2BP, 5年期和7年期分别上升2BP和5BP, 整体收益率变化不大。利差方面, 3年期公司债产品中, 除AA级别较月初下降7BP外, AAA和AA+级别利差较月初上升16BP和6BP, AAA和AA+级别间利差收窄较为明显。

图1 AA级别公司债收益率走势 单位：% 图2 3年期公司债利差走势 单位:BP



数据来源: wind, 联合评级整理。注: 利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

二、银行间债券市场：高等级中短期限收益率有所上行，各类债券信用利差环比收窄

银行间市场信用债（不含定向工具）二级市场交易活跃度持续三个月下滑，10月份共计成交10,117.16亿元，环比下滑15.28%，同比下滑49.40%，其中中期票据和短融成交占比分别为42.00%和41.88%，企业债成交占比16.11%。各类型债券成交量均有所下降，其中短融下降幅度相对较小，环比减少7%，而中期票据、企业债下降明显，环比分别下滑22.04%和15.73%。

受央行货币市场操作和金融严监管影响，各品种债券到期收益率较去年同期显著上升，幅度在140BP~180BP。与上月相比，中短期限债券中，高等级债券收益率有所上升，而低等级变化较小；长期限债券中，中高等级的到期收益率较为稳定，低等级有所下降。

受利率债收益率大幅上升影响，10月份银行间市场信用债信用利差较上月有所收窄，低等级长期性收窄幅度更大。以5年期企业债为例，AAA级、AA+级和AA级企业债平均信用利差为107BP、127BP和152BP，较上月分别收窄5BP、11BP和13BP，但与去年同期相比走阔明显。

整体来看，本月交易所债券市场各类公司债成交量继续下滑，收益率相对平稳，高级别公司债信用利差上升；银行间市场成交量下滑明显，高等级中短期限收益率有所上行，信用债利差环比有所收窄，低等级长期债券收窄幅度更大。

◆ 评级分布

一、交易所债券市场：一般公司债和证券公司债级别重心上移，私募债评级信息较少

（一）一般公司债：AAA级别发行人增长，永续债和绿色债发行量增加

本月有54家发行人发行59期一般公司债，期限主要为5年（35期）和3年（19期），无担保债券占比较高（35期）。发行人主要来自于国有企业（31家），行业分布分散。其中，发行期数前三大行业分别来自于多领域控股类（占比10.34%）、综合类（占比10.34%）和电力（占比8.62%）。

10月一般公司债发行环比呈现如下特征：（1）AAA级别发行人占比提升较快：本月AAA发行人占比由上月的32%上升至46%，主要来自于多元金融服务类大型国企的增加；（2）债券级别重心上移：本月AAA级别债券只数占比由上月的35%提升至54%，主要源自永续债发行人的增加，AAA产品中经担保后增

级的债券有3只；(3) 永续债发行踊跃：本月有9家企业公开发行了11期永续债，较上月的4家/5期增长较快，主要来自于多元金融服务（如中国投融资担保股份有限公司、厦门建发集团有限公司、平安国际融资租赁有限公司）等发行人的增加；(4) 绿色债券表现抢眼：本月有6家企业公开发行了7期绿色债，较上月的2家/2期增长较快，其中中等级别的民营制造类企业（如江苏中利集团股份有限公司、广汇汽车服务有限责任公司）增长较快，上述民营企业将绿色债券的平均发行成本由上月的4.99%拉升至本月的5.22%。

(二) 私募公司债：发行量下滑明显，创新品种发行萎缩，发行人以AA级别为主

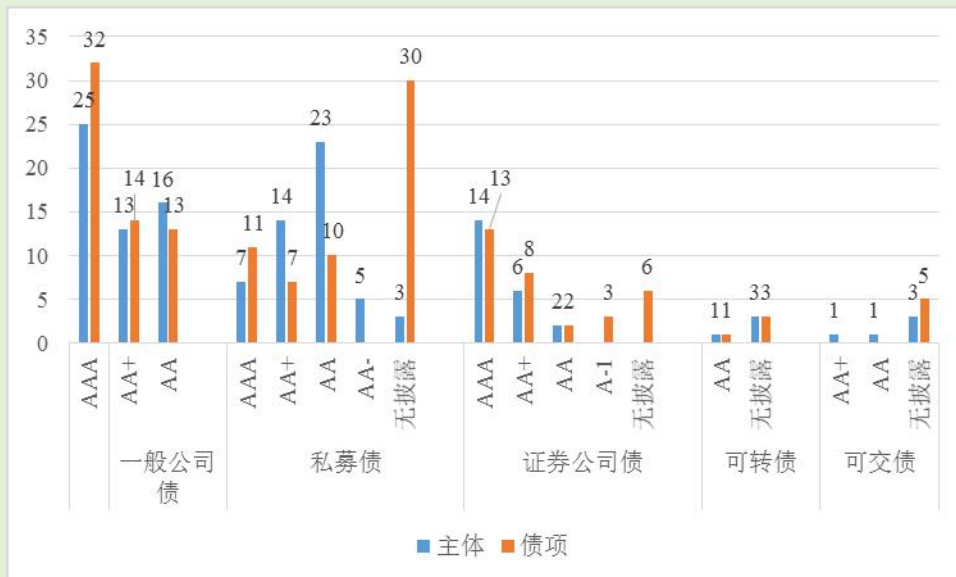
本月共有52家发行人发行了58期私募公司债（21期有担保），较上月的69家/74期下降较大。私募债期限主要为5年（36期）和3年（15期）。发行人主要来自于国有企业（42家），发行期数前三大行业主要来自于建筑与工程（占比40%）、综合类（占比20%）、多领域控股（占比5.45%），大部分为各地的类平台企业。私募债评级信息依旧较少，有信息披露的发行人中AA级别占比最大（占比48%）。

相较于上月，私募债呈现如下特征：(1) 房地产发行人下降明显：本月共有1家房企发行2期私募公司债（17合景03、17合景04），相较于上月的11家/13期下降明显。发行人级别集中于AA，较上月变化不大；发行利率较上月的7.32%上升至7.75%；(2) 融资租赁发行人下降明显：本月共有1家发行人发行1期私募公司债（17康富03），较上月的5家/6期萎缩明显，发行依旧设有选择权；(3) 创新品种发行萧条：本月份仅有1期双创债（17天图02）发行，无其他品种发行。

(三) 证券公司债：普通类公司债发行量增加，带动债券级别重心上移

本月共有24家券商发行了32期公司债券，发行家数变化不大，但发行期数较上月的26期有所增加，主要来自于普通公司债发行量的增加。本月证券公司发行人主体级别均在AA以上，以AAA为主（占比64%）；有信息披露的债券中，次级债债项级别主要来自于AA+；普通公司债债券级别以AAA为主；短期公司债以A-1为主。相较于上月，由于高级别公司债发行人的增加，证券公司债有信息披露的债项级别重心有所上行，AAA级别占比提升到50%。

图2 2017年10月各类公司债发行评级分布情况 单位：家、期



数据来源：wind，联合评级整理。

(五) 可交换债：发行量萎缩，评级信息披露少

本月共有5家发行人发行了5期可交换债，较上月的10家/11期下行明显。产品全部为私募发行，以3年期(3期)为主。有评级信息披露可交债仅有2期，分别来自于17浪潮E1(主体评级AA+)和17歌尔EB(主体评级AA)。本月可交债年发行利率在0.1%~6.5%之间。

(六) 可转债：私募双创可转债占主流

本月共有4家发行人发行了4期可交换债，其中3期为私募双创可转债，主要分布在1年(17伏泰转)、3年(蓝天转S1)和6年(林洋转债和17旭杰转)。私募双创可转债具有如下特征：(1)发行额度较小：由于发行人主要为成长期中小企业，发行额度均小于5,000万元。(2)发行条款灵活：17旭杰转设有回售和利率调整机制，发行利率6.5%，初始转股价格5.30元/股。(3)期限灵活：除6年期(4+2)年外，产品还有1年期和3年期。(4)初始发行利率较高：相较于普通转债，私募转债的初始发行成本在2%~6.5%之间。除林洋转债(主体及债项级别均为AA外)，私募转债无评级信息披露。

二、银行间债券市场：AAA级主体融资规模最大，占比环比上升

从主体评级看，AAA级发行人融资规模合计2,169.50亿元，占比55.28%，环比上升2.48个百分点；AA+级和AA级发行人融资规模分别为878.00亿元和762.60亿元，分别占比22.37%，和19.43%，环比分别下降2.02个百分点和0.61个百分点。

整体来看，本月公募永续债和绿色债发行量增加，AAA级别发行人继续增长，一般公司债和证券公司债级别重心上移；银行间债市AAA级主体融资规模最大，占比环比上升。

◆ 评级调整

一、交易所债券市场：1家发行人评级调升，3家调降，22家被列入评级关注或评级观察

10月，交易所债券市场有1家公司债发行人级别调升，来自于中诚信证券评级的浙商证券，调升原因来自于基本面向好及增发事项；共有3家公募或私募公司债发行人级别调降，其中丹东港集团有限公司因中票违约主体评级由AA-调降至C，从而发生大跨度调整。

10月共有22家企业被列入评级关注或评级观察，主要原因源自如下：(1)财务状况恶化加剧偿债风险；(2)累计借款或担保数额增加较快；(3)受到监管处分；(4)控股股东或实际控制人变动；(5)股权变动及经营范围发生重大变动等。近期随着供给侧改革的继续深化，部分价格转移能力弱、业绩没有改观的制造业企业违约风险加大，相应的评级观察或评级关注公告也相应增多。

从各机构调整情况看(详见表4)，本月联合评级调整主体评级调整3次(3次评级调降)，中诚信证券调整2次(1次评级调升、1次评级调降)。

表4 2017年10月公司债主体评级调升一览

项目	发行人	评级	本次评级	上次评级	调整原因
----	-----	----	------	------	------

		机构	日期	主体 评级	展望	日期	主体 评级	展望	
调升	浙商证券股份有限公司	中诚信证券	2017-10-17	AAA	稳定	2017-06-23	AA+	稳定	基本面向好及增发事项
调降	湖北宜化化工股份有限公司	联合评级	2017-10-31	AA-	观察	2017-05-26	AA	稳定	短期偿债压力加大, 子公司停产等不利因素
	湖北宜化化工股份有限公司	中诚信证券	2017-10-17	AA-		2017-04-28	AA		财务状况恶化
	丹东港集团有限公司	联合评级	2017-10-30	C		2017-06-07	AA	负面	中票违约, 信用状况恶化
	中安消股份有限公司	联合评级	2017-10-13	AA-	观察	2016-05-31	AA	稳定	业绩下滑、被出具监管函、股票质押比例较高

数据来源: wind, 联合评级整理。

二、银行间债券市场: 6家企业评级上调, 3家企业主体评级下调

10月份, 银行间市场评级调整次数较少, 共6家企业评级上调, 2家企业展望上调, 3家企业主体评级下调, 无企业评级展望下调。与去年同期相比, 评级上调和展望上调的企业数目均增加1家, 评级下调企业增加2家, 展望下调企业数目减少2家。

下调评级企业中, 湖北宜化集团有限责任公司及其下属子公司湖北宜化化工股份有限公司主体评级均由AA级下调至AA-级, 并列入可能降级的观察名单, 丹东港集团有限公司发生回售部分本金违约, 主体评级由AA级下调至C。

从评级机构来看, 共4家评级机构给出评级调整, 其中评级上调数目最多的为联合资信(3家), 评级下调最多的为中诚信国际(2家)。

表5 2017年10月银行间市场各评级机构主体评级调整统计

机构	评级上调	展望上调	评级下调
中诚信国际	1	1	2
联合资信	3	1	1
鹏元资信	1		
上海新世纪	1		
合计	6	2	3

数据来源: wind, 联合评级整理。

整体来看, 本月两大市场的评级调整的发行人有所重合, 其中湖北宜化经营状况恶化引发其及控股股东主体级别均调降, 丹东港集团集团的中票违约使得其主体级别直接发生大跨度调整; 交易所债市的评级关注事项明显增多。

◆ 信用事件

一、交易所债券市场：1家发行人违约

本月交易所债券市场共发生1家发行人违约事件，仍来自于上海市建设机电安装有限公司（12沪机电），源自还款现金出现问题，资金仍未及时到位，申请2017年11月3日支付本息。

二、银行间债券市场：丹东港集团中票违约

10月30日，丹东港集团有限公司（以下简称“丹东港集团”）发行的“14丹东港MTN001”由于未能足额兑付回售部分本金，发生实质性违约。“14丹东港MTN001”于2014年10月30日发行，发行规模10亿元，票面利率5.86%，发行期限5年，附第3年末回售和调整票面利率特殊条款。回售前，丹东港集团有限公司上调利率至7.50%，最终债券回售金额为10亿元。

丹东港集团是辽宁东部大型民营企业，主营港口装卸堆存、港口其他业务和物流贸易。公司近年来对基础设施投资项目较多，资金需求非常大，投资性现金流长期处于大额净流出状态，资产负债率常年居于75%以上，公司债务负担较大，2016年末刚性债务占资产总额的71.40%。公司流动性紧张，截至2017年6月末，公司货币资金余额为15.21亿元，其中受限资金占比94.74%，抵押资产账面价值83.96亿，占16年末净资产的63.68%，资产受限比例较高。

本月丹东港集团共3只债券到期，在“14丹东港MTN001”违约前，“14丹东港PPN004”和5.6亿“16丹东港”均已按期兑付。

◆ 市场展望

年末资金面有望平稳，资管新政短期内对债市影响不大，长期将影响信用债配置需求

10月下旬以来，受市场心理预期的影响，债市收益率不断上行，但从市场资金面来看，近期资金面并未出现大幅收紧，整体仍较为平稳。目前央行维稳意图仍然较为明显，货币政策有望维持稳健中性。

近期出台的资管新政征求意见稿整体好于预期，短期对债市冲击有限。中期来看，需要关注细则的出台对存量债券的影响。但从长远看，随着资管业务的规范，市场资金有望从表外回归表内，委外规模趋降、清理通道和穿透式监管将降低债市加杠杆能力，债券配置需求可能下降，从而对信用债产生一定负面影响。随着资金回流伴随风险偏好的降低，信用债中的高收益、长久期、非公开等品种等将受到较大影响，信用债等级间利差和期限利差面临走扩压力。