

债市聚焦

第 02 期

总第 297 期

2019

政策指南

[央行宣布扩大定向降准范围，预计释放 7000 亿流动性](#)

[中国央行宣布全面降低存款准备金率](#)

市场动向

[2019 年专项债将破 2 万亿，地方债严管高压态势不减](#)

[银行间债券市场债券通境外主体已达 503 家](#)

[2018 绿色债券：成绩亮点可圈可点](#)

[银行年初补血忙：资本扩张冲动难改 永续债发行提速](#)

联合观点

[2019 年度中国金融担保行业信用风险展望](#)

[2019 年度中国大宗商品贸易行业信用风险展望](#)

[国内可转债公司债券状况研究](#)

[2019 年我国游戏行业信用风险展望](#)

[消费升级助力行业复苏，新零售提供新动力——2019 年零售行业展望](#)

[2018 年煤炭行业研究及展望](#)

[中国有色金属行业 2018 年度研究报告及展望](#)

[环保约束下的化工行业](#)

[2019 年需持续警惕 ABS 违约风险](#)

[银行“只能锦上添花，不能雪中送炭”加剧民企财务风险](#)

[2018 年新增债券违约事件有所增加但不会诱发系统性债务危机](#)



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

央行宣布扩大定向降准范围，预计释放 7000 亿流动性

1月2日晚间，央行发布消息称，自2019年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”，调整为“单户授信小于1000万元”。这有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多的小微企业受益。

定向降准政策再调整，预计释放七千亿流动性

央行早在2014年起就开始对小微企业和“三农”领域实施定向降准政策，特别是县域农村金融机构信贷投放集中在小微企业和“三农”领域，较早就享受了幅度较大的定向降准政策，其存款准备金率大幅低于全部存款类金融机构的平均水平。

近年来，央行不断创新调控方式，在保持总量适度的基础上，发挥结构引导作用，随着定向降准比全面降准更频繁的使用，定向降准政策也在不断调整优化。

2017年9月，央行就调整过一次，彼时将定向降准政策考核范围由小微企业贷款和涉农贷款调整为普惠金融领域贷款，即扩大了贷款认定的范围。此次则是专门放宽了特定贷款类型的考核标准，专门针对小型、微型企业贷款的单户授信考核标准从小于500万元放宽至小于1000万元。这也是央行不断创新调控方式的体现，前不久国务院常务会议上也提出要“完善普惠金融定向降准政策”，就是在此次政策调整的“预告”。

但值得注意的是，此次政策调整其实对已享受定向降准优惠的机构更具吸引力。相关人士分析称，普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准由此前的单户授信500万元以下放松至单户授信1000万元以下，将明显提升定向降准150BP优惠档覆盖范围，预计释放流动性七千亿元左右。

央行货币政策发力结构性定向调控

有关人士表示，从范围看，央行此次调整定向降准考核标准实际是扩大小微企业的范围，扩大普惠金融的政策覆盖面，是政策进一步倾斜小微企业的体现。从立意看，总量型货币政策解决结构性问题是有瓶颈的，从中央经济工作会议展望看，后续政策组合主要是“总量货币政策保持流动性合理充裕+结构性定向支持（债转股、定向倾斜小微、支持民企）继续发力”。

早在央行公布的三季度货币政策执行报告中，就已经充分体现了为民营企业纾困的决心。目前货币政策对于实体企业来说，不在于增加总量，而是改善货币传导机制，拓宽民营小微企业融资途径。未来将通过改进企业融资服务，完善普惠金融定向降准政策等多种创新方式，优化金融服务民营小微企业的体制机制，从而有利于投资回暖经济企稳。

进一步统一不同监管部门小微贷款激励考核口径标准

定向降准政策有利于进一步统一与其它监管部门的小微贷款激励考核口径标准。

央行此前对小微企业贷款所使用的激励考核口径通常是单户授信 500 万元及以下，这不仅使用在针对普惠金融定向降准，也使用在其它货币政策工具上。如 2018 年 6 月，提出将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入 MLF、再贷款的合格抵押品范围。

相比之下，银保监会提出的“两增两控”考核中的小微企业贷款标准则比央行宽松，即两增是指单户授信总额 1000 万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平。此处，小微企业包括小型、微型企业、个体工商户和小微企业主。

不过，此次普惠金融定向降准所适用的小微企业贷款单户授信标准放宽后，新标准是否也适用于针对 MLF、再贷款合格抵押品、MPA 考核标准的范围，还有待央行进一步明确。亦有分析人士预计，上述这些考核标准也有望调整，以保持一致。

（摘自新浪财经，郭建，2019 年 1 月 3 日）

[返回目录](#)

中国央行宣布全面降低存款准备金率

为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，1 月 4 日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。这样安排能够基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。

此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约 8000 亿元。

中国人民银行相关负责人表示，此次降准仍属于定向调控，并非大水漫灌，稳健的货币政策取向没有改变。降准政策分两次实施，和春节前现金投放的节奏相适应，有利于银行体系流动性总量保持合理充裕，同时也兼顾了内外均衡，有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

此次降准及相关操作净释放约 8000 亿元长期增量资金，可以有效增加小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源。置换中期借贷便利每年还可直接降低相关银行付息成本约 200 亿元，通过银行传导有利于实体经济降成本。这些都有利于支持实体经济发展。

（摘自新浪财经，唐婧，2019 年 1 月 4 日）

[返回目录](#)

市场动向

2019 年专项债将破 2 万亿，地方债严管高压态势不减

踩在风险与发展跷跷板上，地方政府债务治理于 2019 年伊始寻求着新的平衡。

一方面，随着“稳增长”成为政府当前经济工作的首要任务之一，规范举债的“前门”越开越大。除了大幅增加地方政府专项债券规模，为“稳增长”提供有力支持之外，全国人大常委会近日也正式授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增债务限额合计 1.39 万亿元。这意味着 2019 年初地方政府就可以发债搞基础设施建设，也可以“借新还旧”缓解偿债压力，这将发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用，对冲经济波动压力。

另一方面，没有关严的地方政府违法违规举债“后门”将严堵。去年底的全国财政工作会议部署 2019 年财政工作时，三次提及防范化解地方政府债务风险，尤其是隐性债务。财政部近日印发的《地方政府债务信息公开办法》称，希望通过增强地方政府债务信息透明度，加强社会监督，来严格防范地方政府债务风险。而规范发债额度大幅增加，并加快发债进度，也将减弱地方违法违规举债动力。

专项债将破 2 万亿元

2018 年 12 月 19 日~21 日，中央经济工作会议在北京召开。会议指出，经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。对此，2019 年积极财政政策要“加力增效”，具体举措之一就是较大幅度增加地方政府专项债券规模。

为了稳增长，地方政府需要加大基础设施建设“补短板”力度，而筹资的合法手段之一就是发行地方政府债券。地方政府债券分为一般债券和专项债券，前者是针对没有收益的公益性项目发行且以一般公共预算收入还本付息的政府债券，后者则是有一定收益的公益性项目且以项目对应的政府性基金和专项收入还本付息的政府债券。

相比于地方政府一般债券，为有一定收益性项目筹资的专项债券规模增长迅速。

根据财政部数据，2015 年首次发行地方政府专项债券额度为 1000 亿元；2016 年增至 4000 亿元；2017 年这一数字是 8000 亿元；2018 年首次突破万亿元，为 13500 亿元。不少券商预计，2019 年这一额度将突破 2 万亿元。

发债提速到一季度

尽管中央不断增加地方政府债券额度，但由于制度原因，发债往往拖到下半年，影响了地方政府新增债券的稳增长效果。财政部部长刘昆在第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议上表示，近年来各地多数在 5 月左右调整预算，导致地方政府债券发行使用进度偏慢，出现上半年无债可用、下半年集中发债的情况。以 2018 年为例，1~4 月全国没有发行一只地方政府新增债券，第 5 个月才开始有百余亿元的新增债券发行，而 2 万亿元的新增债券发行集中在 6~10 月。

为解决这问题，刘昆受国务院委托，希望全国人大常委会授权提前下达部分新增地方政府债务限额。最终，为了加快地方政府债券发行使用进度，保障重点项目资金需求，发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用，更好地发挥积极财政政策作用，保持经济持续健康发展，第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定：在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。

地方债严管高压态势不减

在防风险攻坚战下，地方政府债务严监管高压态势不会削减。

“坚持从严整治举债乱象，对违法违规举债融资行为，发现一起、问责一起、通报一起，终身问责、倒查责任。”刘昆在近期全国财政工作会议上说，2018年财政部门坚持开好“前门”、严堵“后门”，牢牢守住不发生系统性风险的底线，2019年将采取更有力措施有效防范化解财政金融风险。

2019年，中央大幅增加地方政府专项债券额度，并加快发债进度，这其实更进一步满足地方基础设施资金合理需求，也间接削弱了地方违法违规举债动机。

地方政府债务信息“阳光化”，将更好地发挥社会公众对地方政府举债融资的监督作用，在“问责”高压线下，地方违法违规举债将寸步难行。

（摘自新浪财经，郭建，2019年1月3日）

[返回目录](#)

银行间债券市场债券通境外主体已达 503 家

据最新数据显示，截至2018年12月末，共有503家境外主体通过债券通渠道进入银行间债券市场，其中64%是由全球资产管理公司和基金管理公司管理的产品。按地区分布统计，债券通境外机构主要集中在中国香港地区（占约41%），其他包括美国、新加坡、开曼群岛、维京群岛、日本、韩国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、卢森堡、法国、菲律宾等国家和地区。

2018年12月债券通交易量达713亿元，日均交易量为36亿元。全球投资者持续净买入中国债券，当月净买入达140亿元。93%的交易集中在同业存单（NCD）、政府性金融债和国债。待偿期方面，主要集中在1年以内、1~3年和7~10年。

（摘自每日经济新闻，2019年1月3日）

[返回目录](#)

2018 绿色债券：成绩亮点可圈可点

作为近年来绿色金融领域大力发展的融资工具，绿色债券在2018年的表现可圈可点。“截至2018年10月31日，2018年以来国内一共发行了绿色债券1252亿元。”近日，据联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）相关部门负责人介绍，虽然绿色债券发行金额同比有所下降，但是发行主体日益丰富，政策利好不断，未来绿色债券发展非常乐观。

2015年年底，中国人民银行等部门共同发布的绿色金融债公告以及《绿色债券项目支持目录》，标志着我国绿色债券市场发展开端。2016年我国的绿色债券发行的总规模已经达到了2380亿人民币规模，当年占全球的份额达到了39%，中国成为了全球最大的绿色债券市场。2017年新发贴标绿债184期，同比增长124%。数据显示，仅仅2018年上半年，我国境内也已经有38家发行人发行了41期的绿色债券和近468.6亿元的规模，中国绿色债券市场发展的速度和规模都是可以说相当引人注目。

业内人士认为，绿色债券对发行人的吸引力正在增强。“一是发行绿色债券，正成为企业开发中长期绿色项目的重要融资渠道；二是与非绿债券相比，绿色债券发行门槛降低，审批效率较高；三是部分绿色债券发行价格具有一定优势。”

与此同时，2018年中央政策也在不断加码。例如，2018年6月，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、AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券）、以及优质的绿色贷款。此举将有利提升绿色债券的市场吸引力，激励更多银行发行绿色金融债，为绿色项目和绿色企业提供更多资金支持。

在地方层面，绿色债券激励措施持续出台。据悉，目前除了5省8市在积极建设国家级绿色金融改革试验区外，全国还有近20个地方出台了地方绿色金融发展规划和实施意见。在这些政策中，对绿色债券、绿色信贷等制定了很多激励性的措施。如青海提出绿色债券免税，深圳福田对绿色债券贴息2%。

对于下一步绿色债券市场发展的方向，相关专家表示，第一，要培育更多的绿色投资者，增加投资者的绿色投资意识。第二，要不断推动银行监管不断向前。允许绿色资产等高等级的绿色债券作为担保品向人民银行抵押从而进行贷款，这将对绿色债券的发展有很重要的意义。

此外，对于发行方，要鼓励多元化的绿色企业发行绿色债券，让绿色债券的品种得以创新多元化。同时，绿色债券的信息披露要不断完善，针对绿色项目的环境效益、资金使用情况要更为规范。

（摘自中国经济导报，公欣，2019年1月4日）

[返回目录](#)

银行年初补血忙：资本扩张冲动难改 永续债发行提速

新年伊始，商业银行纷纷开启“补血”模式，缓解资本压力。据统计，截至1月7日，就有3家政策性银行宣布拟发行合计不超过490亿元金融债补充资本。事实上，自2018年以来，受业务规模扩张和监管要求等因素的影响，商业银行的资本补充压力不断攀升，资本金“补血”压力不可避免。

银行开启“补血”潮

据中国债券网信息显示，国家开发银行拟于1月8日增发第九期、第十二期、第十四期金融债，期限分别为1年、3年、7年，发行量分别不超过100亿元、80亿元、60亿元。而在1月4日，农业发展银行、进出口银行也宣布拟发行不超过160亿元、90亿元金融债。

1月3日，广发银行也获得了300亿元的增资“大礼包”。广发银行公告称，根据银保监会和证监会批复，该行已严格按照法律法规完成本次股份增发，定向发行42.8亿股新股，总股本增至196.9亿股，增资扩股总额达297.84亿元的资金，目前已经全部到账。

事实上，自2018年以来，受资产规模快速扩张、监管要求等因素的影响，商业银行的资本补充压力就进一步上升。因此，上市银行使用优先股、定向增资等“补血”工具已成常态。

未来资本金压力不减

在银行严控放贷闸门、加大核销力度等一系列措施下，2018年以来上市银行的资产质量出现明显改善，据统计，28家A股上市银行中，8家银行的不良贷款率在三季度末出现上升，20家银行的不良贷款率出现下降。但分析人士指出，尽管2018年以来上市银行的不良贷款率下降，但不良贷款规模仍在增长，整个银行业面临的不良资产压力依然存在，预计2019年不良贷款处置的任务依旧很重，防控金融风险的压力仍然很大。

从行业整体的数据来看，商业银行平均不良贷款率却在上升。银保监会公布的数据显示，截至2018年三季度末，商业银行不良贷款率为1.87%，为连续三个季度上升，较上季末上升0.01个百分点，较2017年末上升了13个百分点。

银行永续债发行提上进程

资本金压力一直是困扰商业银行的难题，为拓宽商业银行资本补充渠道，2018年12月26日，央行发布公告称，国务院金融稳定发展委员会办公室于近日宣布将研究尽快启动商业银行永续债发行。这意味着银行资本补充工具又添一员。

此前监管部门已发文明确支持商业银行资本工具创新。2018年2月，央行发布《中国人民银行公告（2018）第3号》，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。2018年3月12日，央行等5部门联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，明确支持商业银行通过多种渠道发行资本工具。

（摘自新浪财经，2019年1月8日）

[返回目录](#)

联合观点

2019年度中国金融担保行业信用风险展望

2018年以来，金融担保机构增资节奏放缓，主体信用等级保持稳定。

银保监1号《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》的发布，对2017年8月国务院颁布的《融资担保公司监督管理条例》进一步细化，有利于行业规范化运营；2018年7月，国家融资担保基金设立，与各省再担保机构合作，搭建再担保体系。

2018年以来债券市场持续低迷以及债券市场违约主体增加，且出现金融担保机构代偿债券情况，金融担保机构业务规模进一步收缩，金融产品担保责任余额增速进一步下降，目前金融担保行业集中度仍较高，2017年以来集中度有所下降，省级平台金融担保机构放大倍数偏低，未来业务开展空间较大；江苏省仍为金融产品担保责任余额最高的省份，但近年来省份分布集中度有所下降，金融产品担保业务发行主体信用等级仍集中在AA~AA级别，AA-级别发行人主体增多，被担保客户行业集中在建筑行业；2023年和2024年将迎来担保债券集中兑付期高峰期，届时需对金融担保机构代偿情况保持关注。

金融担保机构持续探索业务转型，虽城投债有政策利好但其资质分化现象逐渐明显，金融担保机构保持谨慎观望的态度，短期内金融担保机构责任余额仍将平缓增长；个别金融担保机构担保业务余额规模较大且单一客户集中度较高，担保放大倍数接近监管要求的上限，业务开展受限，对资本补充需求较大，此外，未来担保机构或将通过发行债券等方式补充流动性，以满足监管的资产分级占比要求；以传统银行贷款担保业务为主的金融担保机构代偿规模增速或将趋缓，整体金融产品担保业务风险仍属较低，金融担保行业代偿风险整体不高；但需关注 2019 年期解保规模较大以及涉及担保民营发行人债券较多的金融担保机构的代偿风险情况。

2019 年，联合评级对中国金融担保行业的信用风险展望为稳定。

查看全文请点击 https://mp.weixin.qq.com/s/DHqQ_DbXnOaV3VPGgGbdtg

（摘自联合评级微信公众号，联合评级金融部供稿，2018 年 12 月 29 日）

[返回目录](#)

2019 年度中国大宗商品贸易行业信用风险展望

随着供给侧改革的实施，能源、钢铁、建材等行业去产能成效显著；受供需错配影响，大宗商品价格 2016 年到达历史低位后触底反弹，市场快速升温。2017 年，全球经济持续复苏，发展中国家需求回暖，大宗商品市场整体上行。

2018 年，大宗商品供给端整体保持较小弹性，下游需求端稳定支撑，市场整体平稳，但宏观经济下行压力加大、中美贸易摩擦加剧、基建投资疲软叠加房地产投资放缓，大宗商品市场增速承压。随着去杠杆深入推进、影子银行监管趋严以及非标业务萎缩，2018 年整体融资环境趋紧，对大宗商品贸易企业短期流动性的影响进一步转导至信用风险的分化。

原油方面，全球原油供需弱平衡态势延续，油价继续上行的动力不足；环保政策趋严及中美贸易摩擦加重下游石油炼化需求端负面影响。钢铁方面，我国钢铁贸易市场竞争激烈，产业链地位较低，抗风险能力弱，向供应链模式转型迫切；目前，钢铁下游基建表现疲弱，随着国家持续释放刺激基建投资的信号，未来将对钢材需求端带来一定韧性；房地产行业预期拐点显现，建材钢需求端将呈温和下行趋势。煤炭方面，短期看，供需紧平衡，价格维持高位，有利于大宗煤炭贸易商短期盈利水平改善；中长期看，大宗煤炭贸易商从传统的代理及自营模式向煤炭供应链管理服务模式转型升级为趋势；煤

炭供给端弹性依然较小，需求端企稳回暖，随着宏观经济增速放缓，高能耗产业结构调整，未来煤炭需求端增速承压。农产品方面，受中美贸易摩擦不确定影响，大豆供给端的收缩将推动价格小幅反弹；玉米工业消费增加，玉米价格或企稳回升；小麦库存压力大，价格面临下行压力。

整体看，2018年大宗商品需求整体稳健，考虑到内需下行以及中美贸易冲击，未来需求端将整体趋弱，增长动力不足；同时，大宗商品市场建设和监管力度的加强，外贸发展政策环境进一步优化，大宗商品贸易行业发展将更加有序规范。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/UpEk47vF9fobsC8fu9c9jQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018年12月29日）

[返回目录](#)

国内可转债公司债券状况研究

自1992年首只可转债在我国发行至今，国内资本市场共发行可转债229只，发行总额4871.93亿元。总体看，可转债在我国发展历程较短，而且较长时间内处于摸索阶段，虽然近两年，可转债呈爆发式增长，但相比每年发行量过千只的公司债券，未来可转债仍有较大发展空间。

可转债在条款上较一般公司债券通常会增加转股期限、向下修正条款、回售条款以及赎回条款等条款的设置。通过对截至2018年11月底，我国证券交易市场存续的可转债主要条款进行对比发现，我国可转债的条款设计比较单一，条款较为趋同，投资者针对可转债的期限、票面利率等没有很多选择的空间。

截至2018年11月底，国内存续的可转债发行人主体级别呈钟形分布，集中于AA+、AA和AA-，与普通公司债券参与者总体信用水平分布情况基本相同。存续的可转债债项级别高于主体级别的共15只（占13.51%）。若可转债条款设置倾向易于转股的实现，对减轻发行人本次债券的偿付压力，增强发行人资本实力，提升本次债券信用水平有一定积极意义。但从目前存续的可转债信用级别看，可转债信用水平主要由发行人信用水平以及担保增信措施决定，债券条款设定对债券最终级别的提升不具有普遍性。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/H5Za8WYYSd2menw1-cQQbQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商三部供稿，2018年12月29日）

[返回目录](#)

2019 年我国游戏行业信用风险展望

2018 年，我国网络游戏行业整体上保持了快速发展趋势。受人口红利消失的影响，ARPU 值已是驱动行业增长的主要因素。细分行业方面，受益电竞产业的快速发展，端游市场有所回暖，用户数量已趋于稳定；页游市场规模呈持续萎缩态势；手游市场仍为增长最快的细分市场，且未来仍有较大增长空间；而电子竞技行业近年来在政府支持与资本入局的双轮驱动下，进入了黄金发展期，市场规模及用户规模逐年快速增长。

行业竞争方面，腾讯与网易两大巨头优势仍十分显著，市场份额不断提升。未来，游戏行业整体竞争环境，尤其是处于第二梯队的企业之间的竞争将更加激烈。

政策层面，2018 年，版号审批暂停以及游戏总量调控政策的出台标志着我国游戏行业进入强监管时代，在此背景下，国内游戏公司尤其是中小厂商将面临较大的经营压力，游戏行业可能面临持续的分化。

从样本游戏公司的财务情况看，2018 年上半年，样本游戏公司资产规模持续增长，但增长主要来自腾讯和网易两大龙头；资产负债率及全部债务资本化比率等债务指标有所上升，但仍保持在较低水平；受政策影响，样本企业营业收入与净利润增速下滑；经营活动现金流出现一定波动，企业筹资压力增大；偿债能力方面，样本公司长、短期偿债指标仍表现很好。

展望 2019 年，联合评级认为，游戏市场将彻底沦为存量市场，竞争将更加激烈，获客成本将进一步提高，精品化策略将是未来企业竞争的重要方式，ARPU 值的提升将是行业增长的主要潜力；在游戏总量控制的政策背景下，游戏公司业绩波动压力加大；行业集中度有望进一步提高；同时海外拓展将是部分游戏企业的必然选择。

查看全文请点击 https://mp.weixin.qq.com/s/1nWZ_ZzQ_MFOtfX7L01gpA

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018 年 12 月 29 日）

[返回目录](#)

消费升级助力行业复苏，新零售提供新动力——2019 年零售行业展望

近年来，我国社会消费品零售总额整体保持快速增长。但随着宏观经济增速持续放缓，社会消费品零售总额增速下降，在政策维持现状的局面下，预计 2019 年消费增速抬头趋势仍不乐观。2018 年，CPI 同比增速重回 2 时代，预计 2019 年促消费政策出台、

新的个税标准落地、消费的结构变化等因素将对 CPI 形成一定支撑，商品价格上涨趋势有望维持。

从零售行业细分业态看，新零售概念提出后，超市行业逐渐成为线上巨头拓展线下渠道的主要方向，行业整体盈利能力提升，新开门店数量持续大幅增长；受益于人均可支配收入水平的提升，国内中高端产品消费需求提升，可选消费持续回暖，百货零售业经营困难局面逐步改善。零售行业上市公司整体财务状况整体稳中向好，多数百货公司和超市企业带来了新模式和新业态形式，营业收入规模和利润水平迎来了大幅增长。行业回暖推动资产、收入和利润规模扩大，债务负担较轻，经营性净现金流保持稳定。

展望 2019 年，联合评级认为，经济增速预期不会出现大幅转变，随着行业转型和整合步伐的加快，以及人均可支配收入增长、消费升级的带动下，传统零售企业盈利能力或将维持。财务方面，零售企业经营性现金流和企业杠杆率水平将维持稳定；受租金和人力成本上涨影响，企业毛利率水平可能有所降低，期间费用率相应提升，经营效率可能出现小幅波动，总体信用状况将维持稳定。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/qZiZiJsOYw06hz1juVNtyQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018 年 12 月 29 日）

[返回目录](#)

2018 年煤炭行业研究及展望

2018 年的煤炭行业政策着力在保供应和稳煤价，随着相关政策的推进实施，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。2018 年，中国煤炭行业整体运行平稳，煤炭价格全年保持高位运行。得益于煤炭价格的高位运行和产量的提升，2018 年煤炭行业经济效益延续向好趋势。

煤炭行业 2018 年信用风险总体平稳；同时受煤炭价格高位运行影响，行业盈利情况继续向好，行业评级变动多为正面；永泰能源股份有限公司和永泰集团有限公司的违约主要系融资环境趋紧、高负债经营和投资支出压力大等多重因素共同作用所导致。

展望 2019 年，随着煤炭行业去产能任务接近尾声，以及行业先进产能的逐步释放，煤炭行业供给将较 2018 年大概率有所增长；下游行业中火力发电量或将延续增长，电力耗煤为煤炭行业的下游需求奠定基础，基础设施建设投资在宏观经济稳增长压力下或

将保持平稳,房地产行业受销售增速下降,2019年新开工面积或将较2018年出现下降,虽然存在房地产调控政策变动带来的预期扰动,但房地产行业很难再出现如近两年呈现的高增长态势。整体看,2019年煤炭行业的需求将保持稳定或有所下降,而煤炭供给大概率将有所增长,煤炭行业供需或将从目前的紧平衡转变为略有宽松,煤炭价格中枢将出现下降,但幅度应不会太大,主要原因一方面为供给侧改革仍在推进过程中,政策具有适时灵活性,另一方面,煤炭行业集中度的提升带来竞争格局的优化,出现恶性竞争的可能性降低。

在煤炭价格不具有大幅下跌的背景下,2019年煤炭行业总体信用风险可控,联合资信对2019年煤炭行业的信用风险展望为稳定。

查看全文请点击 <http://futures.hexun.com/2019-01-02/195743958.html>

(摘自和讯网,联合资信工商二部供稿,2019年1月2日)

[返回目录](#)

中国有色金属行业 2018 年度研究报告及展望

2018年以来,我国面临的内外宏观环境均出现了较大变化,国内供给侧去产能持续进行,但力度已有所减弱,环保限产禁止“一刀切”;外部环境较为复杂,中美贸易战爆发、美联储加息带来的人民币贬值对国内大宗商品造成了利空影响,考虑多个经济变量发生变化,外部经济环境的不稳定对有色金属行业运行逐渐起到了主导作用,多数有色金属价格整体呈现下滑走势。

2018年前三季度,有色金属行业内企业共发行117支债券,发债总额1278.40亿元。从发债主体级别情况来看,2018年前三季度发债主体共35家,其中AAA企业占比31.43%,AA+企业占比22.86%,AA企业占比42.86%。2018年前三季度,有色金属企业违约债券涉及2家主体、3支债券。

总体上看,全球有色金属已进入下行周期,目前国内下游需求总体增长乏力。预计未来一段时间内有色金属价格仍将延续下跌走势或保持低位运行,业务板块构成上有色金属采选冶炼占绝对比重的企业盈利恐会受到影响。2019年美联储加息概率将低于此前预期,若美联储加息预期下降,则美元汇率增值步调或有所减缓,短期内利好有色金属价格企稳。从今年的中央经济会议传递的信息来看,财政政策强调强化逆周期调节,适时预调微调,稳定总需求,实施更大规模的减税降费;货币政策强调稳健的货币

政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，解决好民营企业和中小微企业融资难融资贵问题。财政政策和货币政策表述均较此前偏积极，预计 2019 年“偏积极”的财政政策带来的需求会在一定程度上对冲有色金属下行周期，稳健适度的货币政策则有利于改善全行业包括有色金属企业融资环境，对信用风险的缓解作用短期或较长期更为明显，联合资信对有色金属行业的展望为稳定。

查看全文请点击 <http://futures.hexun.com/2019-01-02/195743947.html?from=singlemessage>

（摘自和讯网，联合资信工商二部供稿，2019 年 1 月 2 日）

[返回目录](#)

环保约束下的化工行业

环保约束下的化工行业，因细分行业供需格局的不同，产能结构和生产工艺的差异等因素可能呈现出不同的表现，但总体看具有以下特征：

不同供需格局的细分行业方面，行业过剩较为严重的行业（如煤化工和氮肥），环保政策短期内有助于限制部分产能的发挥，行业供需有所改善，但长期看，行业供需格局根本性改善有赖于环保政策的落实。对于产能过剩不显著的行业（如磷化工、纯碱），环保政策造成行业供给的收缩，造成行业短期内供需紧平衡的态势，有利于企业获得更高的收益。

不同集中度的细分行业方面，集中度较高的行业（如染料），环保高压之下，小规模企业因为环保压力而退出，有利于改善行业之前中小企业逃避环保投入获得成本优势而导致的“劣币驱逐良币”现象，重视环保投入的大型化工企业可能会从中受益。对于集中度较低的行业来说（如染料行业的活性染料产能比分散染料产能受到的影响更大），在环保高压之下，行业产能受影响的程度和行业整合力度要强于行业集中度高的行业。

不同产能结构的细分行业方面，落后产能占比较高的行业（如农药、煤化工），工艺更新趋势，未来环保对于落后产能的限制力度以及设备更新改造成本等对行业影响较大，工艺技术水平较高的企业有望获益。对于落后产能占比较低的行业（如烧碱），环保政策对上下游的影响将间接影响行业产品供需。

不同规模的企业方面，在法律、法规和环保工具排污许可证等约束下，企业间竞争将更加公平，环保达标的规模以上企业或龙头企业规模效应将凸显，受益空间会更大，因前期环保督察采取“一刀切”的方式，部分行业龙头企业的生产可能也受到影响。未

来，禁止环保政策“一刀切”将更有利于龙头企业竞争优势的发挥。此外，产业链趋于完善，有较强原材料保证能力的企业，在环保趋严的大形势下，更容易将自给原材料转化为成本优势。

查看全文请点击 https://mp.weixin.qq.com/s/IxHXSdXqg1b_wOO6YzepCw

（摘自和讯网，联合资信工商三部供稿，2019年1月4日）

[返回目录](#)

2019 年需持续警惕 ABS 违约风险

1月8日，在中国债券市场信用风险展望论坛上，联合资信总裁万华伟对2019年的债券市场进行了展望。他表示，2019年ABS处于兑付高峰期，需持续警惕违约风险；而民企发行人方面，则关注再融资压力和信用状况分化的情况。

万华伟表示，2019年ABS处于兑付高峰期，需持续警惕违约风险。2019年个人消费贷款和保理融资成为最大偿付规模的资产类型。此外，2019年ABS市场仍处于兑付高峰期，市场需持续警惕资产证券化产品的违约风险。

民企债方面，万华伟认为，民企发行人所呈现的特点是再融资压力犹存，信用状况分化。CRM、专项基金、纾困债券等立足解决债务滚动需求，发债资源依旧向优质及发展前景良好的民营企业集中，大型企业的再融资压力有所缓解。但整体来看，由于市场对整体民营企业的风险偏好依旧较低，整体民营企业再融资压力依旧较大。

城投债方面，万华伟提及要关注城投企业信用资质分化加大风险。目前监管当局化解存量债务风险的意向明显，保基建的力度不断加强，但由于隐形债务到期疏解方案仍待落实，AA及AA以下评级债券到期压力仍旧存在，非标信贷的违约事件有可能增多。

就产业债2019年的状况，万华伟表示基本面走弱且到期规模大的行业违约风险加大。行业景气度弱且叠加到期规模大的行业违约风险加大，需重点关注中低信用等级房地产、综合类、商贸类产业债的信用风险暴露。

在总的发行规模上，万华伟预计2019年仍将平稳增长。从2012年以来债券市场的发行增长态势来看，除2013年外，其他年份均保持了6%以上速度的增长，预计2019年债券市场的发行规模增长幅度在7%左右，有望达到约47万亿元。

（摘自中国证券网，刘艺文，2019年1月8日）

[返回目录](#)

银行“只能锦上添花，不能雪中送炭”加剧民企财务风险

“在现有经济体制下，民营企业所取得的银行贷款的难度大于国企。即便获得贷款，民营企业还面临着断贷、抽贷的风险。此外，银行‘只能锦上添花，不能雪中送炭’的经营理念在信贷周期中加剧了民营企业的财务风险。”联合资信副总裁艾仁智在 2019 年 1 月 8 日在由联合资信举办的“2019 年中国债券市场信用风险展望”的论坛上表示。

回顾 2018 年民企债券的违约情况，艾仁智在论坛上指出，违约率明显高于国企，2018 年尤其明显。首次违约的企业，2018 年首次违约的企业中，仅一家兵团六师是国企，其他的基本都是民企。新增的 40 家违约主体中，民企（28 家）占比 70.0%。2018 年公募债券市场民企违约率约为 3.7%、历史违约率达 8%。

此外，艾仁智称，从债券违约以及价格暴跌但尚未债券违约的民企样本来看，对民企债的信用风险预警难度较大，信息不透明、财报的不可信、受实际控制人影响大、不讲规则等一系列问题；二级市场上，民企债券价格的波动率较大，面临较大的投资风险；债市违约处置进展更加缓慢也加剧了民企债的脆弱性。

为何民企债在 2018 年如此脆弱？民企主体在债券存续期间蕴藏哪些“黑天鹅”？2019 年债券投资者应该如何看待民企风险？

艾仁智表示，从民企再融资角度，第一，在现有经济体制下，民营企业所取得的银行贷款的难度大于国企。即便获得贷款，民营企业还面临着断贷、抽贷的风险。此外，银行“只能锦上添花，不能雪中送炭”的经营理念在信贷周期中加剧了民营企业的财务风险；第二，我国国企融资规模显著高于民营企业及公众企业，融资呈现两极分化。截止 2018 年 6 月末，我国上市国有企业、民营企业及公众企业总融资规模达到 14.7 万亿、8 万亿以及 1.4 万亿元，国有企业占据主导地位。从算数平均值来看，我国上市国有企业平均融资规模达 221 亿元，而民营企业虽然融资总量位居第二，然而由于企业数量众多，平均融资规模处于末位；第三，四万亿后国有企业债务融资占比快速上升，国有企业成为加杠杆主要力量，而民企债务融资困难加剧。2017-2018 年，国有企业和民营企业都面临债券市场再融资难度增加的压力，但受影响最大的无疑是民营企业；第四，2011-2016 年，民营企业新发债券规模呈逐年上升趋势，且民营企业发债规模占全市场发债规模比重持续上行。但是，2017 年初以来，经济下行风险显现，信用事件频发的市

场环境中，民营企业发债受到较大冲击。2017-2018 年，国有企业和民营企业都面临债券市场再融资难度增加的压力，但受影响最大的无疑是民营企业。

从民企政策适应性很弱角度，艾仁智称，民企在面临政策变动的冲击时，国有企业更为主动，一方面拥有着相对比民营企业更低的调整的边际成本；另一方面，国有企业资本实力往往较同一产业类别中的民营企业更加雄厚，有更多的资源适应政策导致的不利冲击。

尽管民企债券风险非常大，艾仁智称，但是民企在国民经济中的地位和作用非常高，民企债券的投资机会仍然非常大。一方面，艾仁智表示，整个经济体系中，我国民营经济贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的国内生产总值、70% 以上的技术创新成果、80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的新增就业和企业数量……民营企业是经济持续健康发展的重要力量。另一方面，民营企业在制造业中的重要细分行业中占有比例也非常高。

因此，对于民企债券，艾仁智称 2019 年也有很大的投资机会。谈及价值投资，艾仁智总结称：“等什么时候，债券投资者不再以国企和民企的角度去看待风险，而仅仅是从甄别好企业和坏企业去识别风险的时候，就实现了真正意义上的价值投资。”

对于民企应该如何在目前的是经济市场环境中增强经营管理能力，艾仁智表示，第一，民企应该形成合理核心竞争优势；第二，从追求体量第一向局部做精做强转变，行业壁垒提升；第三，降本增效，信息化水平提升。在人力密集性行业，自动化程度不断提高。

此外，艾仁智称，民企应该加强企业管理能力，帮助龙头更快摸清时代发展脉搏。强有力管理能力，二代关键人是核心。民企极大依赖经营者能力，龙头企业的现代管理人治理结构趋于成熟，较健全的管理体制和较强的管理者素质是龙头企业确立行业地位的关键。

（摘自新浪财经，唐婧，2019 年 1 月 8 日）

[返回目录](#)

2018 年新增债券违约事件有所增加但不会诱发系统性债务危机

联合资信发布的《中国债券市场违约风险及评级质量分析报告》显示，2018 年，我国债券市场新增违约发行人 40 家，新增违约债券 118 只，违约规模合计约为 832.85 亿元。而 2017 年全年，我国债券市场仅有 9 家新增违约发行人，涉及违约债券 11 只，违

约规模约为 54.08 亿元。2018 年以来，在去杠杆和严监管的环境下，我国债券市场流动性趋紧，违约事件数量有所增加。

从评级结果的稳定性来看，2018 年，我国债券市场共有 347 家发行人主体信用等级发生调整，其中信用等级被调升的有 251 家，调升率为 4.70%，较 2017 年和 2016 年均有所下降；信用等级被调降的有 96 家，调降率为 1.80%，较 2017 年有所上升，较 2016 年有所下降。整体来看，2018 年发行人主体信用等级呈现调升趋势。

联合资信在报告中也指出，2018 年以来，我国债市违约风险释放步伐加快，但不大可能诱发系统性债务危机。监管部门应保持政策定力，继续坚持严监管、去杠杆政策，坚持清理僵尸企业、打破刚性兑付，恢复债券市场的风险定价和资源配置功能。此外，监管部门也需要增加政策的灵活性，根据国内外经济形势的变化，相机微调监管政策，把握好政策的节奏与力度，实现平稳有序去杠杆，防范化解系统性债务危机。

此外，对于债市投资者，联合资信还建议，面对违约事件的快速增加，投资人应进一步强化风险意识，合理运用信用评级信息，认清信用评级的功能与局限性，更加主动关注债券发行人的现金流状况，及时进行风险规避；同时，在违约日趋常态化的情况下，投资者应采用市场化、法治化措施积极处置违约债券，通过购买信用风险缓释工具、信用保险等方式，保护好自身的合法权益。

关于信用评级质量的评价标准，联合资信指出，每当市场上出现一例债券违约事件时，市场参与方对于授予该级别的评级机构往往不约而同的认为其评级质量有问题，但是在专业机构看来，信用评级本质上是对评级对象违约可能性的排序，即高级别主体/债项违约率低于较低级别主体/债项违约率，并不是高级别的主体/债项不会发生违约。从国际三大评级机构的全球表现来看，即使是 AAA 级发行主体，也会出现违约。对于评级准确性的评价不应基于违约数量的多少，而是基于以违约率检验机制为主的准确性评价以及稳定性、区分度和及时性评价的综合考量。

查看全文请点击 <http://m.jrj.com.cn/madapter/finance/2019/01/08162826873899.shtml>

（摘自金融界，联合资信研究部供稿，2019 年 1 月 8 日）

[返回目录](#)