

## 联合资信“2019年中国债券市场信用风险展望”论坛顺利召开



会议现场

2019年1月8日下午，由联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）共同举办的“2019年中国债券市场信用风险展望”论坛在北京金融街威斯汀大酒店成功举办。来自监管机构、银行、证券公司、基金公司、保险资管公司等机构300余位嘉宾出席了论坛。



联合资信总裁万华伟先生致开幕辞

联合资信总裁万华伟先生致开幕辞并发表《2019 年宏观经济与中国债券市场展望》主题演讲。万华伟总裁首先对 2018 年国内外宏观经济形势进行了回顾，他认为，2018 年是中国经济从高速增长向高质量增长转变的关键一年，我国经济正在逐步实现新旧动能转换，经济运行总体平稳，能够实现 2018 年年初的预期增长目标。债券市场方面，政策环境由去杠杆到稳杠杆转变；发行规模小幅增长；发行成本与到期收益率下降；发行利差和交易利差均有所上行。对于 2019 年的宏观经济和债券市场的发展趋势，万华伟总裁指出，在日益复杂的国际政治经济环境下，中国宏观经济整体存在下行压力，但国内经济增长的潜力能够支撑和推动经济结构转型升级。在继续做大债券市场的政策导向下，2019 年中国债券市场规模仍将平稳增长，创新产品仍将不断涌现，民营企业再融资压力犹存、信用状况或将有所分化，城投企业信用分化或将有所增大，产业债基本面走弱且到期规模大的行业违约风险加大，ABS 将处于兑付高峰期，需持续警惕违约风险。



联合资信研究部副总经理刘艳女士展望中国债市违约前景

联合资信研究部副总经理刘艳女士对中国债券市场违约情况进行了回顾和展望。刘艳女士首先总结了 2018 年我国债券市场违约特点并对原因进行了分析，她指出，2018 年我国债券市场违约事件明显增加；民企违约占比继续提高；违约企业的行业覆盖面更加广泛；违约主体涉及地区继续增加；部分违约主体具有高商誉或股票质押比例高的特征；城投企业信用风险事

件频发，可交换债首次发生违约。对于未来债券市场违约趋势，刘艳女士认为，2019年违约事件的发生仍将呈现常态化趋势，但违约数量和规模不会出现明显增加；民营企业信用状况将继续分化；城投企业的信用风险将有所加大；重点关注产能过剩、房地产、贸易等行业，东北、江浙等地区以及永续债发行人的信用风险。刘艳女士还指出，信用评级是对评级对象违约可能性的排序，对于评级质量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评级稳定性评价的综合考量。



联合资信副总裁艾仁智博士谈民企的脆弱性与反脆弱

联合资信副总裁艾仁智博士分享了关于民企的脆弱性及反脆弱的相关内容。艾博士认为，违约率明显高于国企、违约可预测性较差、二级市场上债券价格波动率较大、违约处置进展更加缓慢等是民企脆弱性的直观表现。她首先从二元经济结构的视角，去看民企在国民经济中的地位和作用、民企融资能力和环境、民企政策适应性的角度分析了如何看待民企风险。同时从民企内在的激进扩张风险、关键人风险、财务风险以及联动风险四个角度分析民企的内生性风险。民企内生脆弱性不容忽视，这是不成熟经济体的集中表现。2019年民企到期债务占比较大，偿债压力仍不小。关于民企的反脆弱性路径和举措，艾仁智博士提出构建现代公司治理结构、增强透明度和决策的科学性、构建企业核心竞争力、增强企业韧性、科学合理的跨周期经营方针要与财务韧性匹配等多项建议。



联合评级工商三部高级分析师任贵永先生展望地炼企业信用风险

联合评级工商三部高级分析师任贵永先生从经营环境、经营情况、信用状况等视角发表了对国内地炼企业的信用风险展望。经营环境方面，任贵永先生对原料供应、市场需求、同业竞争以及政策环境四个方面进行了对比分析。经营情况方面，从发债地炼企业最新财务数据对比情况看盈利能力多有不同程度下滑，存货周转天数明显增加，经营效率下降。信用状况方面，民营地炼企业主要集中在 AA+级及以下，2019 年到期债券额度较 2018 年明显增加。展望 2019 年，在原油价格走势不明、税收监管趋严、同业竞争更加激烈等因素作用背景下，2019 年地炼企业信用风险较 2018 年将有所提升。而地炼企业能否突破重围，应重点关注成本优势、规模化、差异化以及销售渠道四方面因素。



联合国高级董事黄佳琪女士展望中资美元债市场

联合国高级董事黄佳琪女士对中资美元债市场进行了回顾和展望。黄佳琪女士指出，受限于中美贸易争端、人民币贬值加剧、中美国债利差继续缩窄等因素，2018年中资美元债市场延续跌势，离岸市场中资美元债发行同比出现明显下滑；发行利率中枢继续上移，浮息债券规避利率风险的特性使其占比提高；发改委对短期外债风险防控趋严，1年以内期限美元债发行有所缩量，1-5年期中资美元债券占比较2018年下半年明显上升；评级缺失现象仍广泛存在。展望2019年，黄佳琪女士认为，资金面宽松以及政策利好对美元债市场情绪形成一定提振作用，但在中国严控外债风险、人民币汇率波动加剧、美国国债收益率上升等背景下，2019年中资美元债发行或将放缓，同时随着中资美元债迎来兑付高峰，违约风险仍然较高。



联合评级结构融资部高级分析师宋旭女士展望供应链 ABS 的风险

联合评级结构融资部高级分析师宋旭女士分享了供应链 ABS 发行对核心企业债务水平影响的相关内容。宋旭女士从供应链 ABS 项目主要模式、驱动因素、发行现状以及潜在的风险和问题四个方面展开了介绍。供应链 ABS 项目潜在风险和问题方面，核心企业如果发行金额较大且应纳入债务考量，则或将影响核心企业整体偿债能力，本着实质重于形式的原则，评级机构应将债务计入核心企业合并口径债务总额的计算，以时刻关注相关偿债指标变化对核心企业信用水平产生的冲击和影响。此外，供应链 ABS 项目将相对分散的应付账款转化为集中偿付的压力，且发行期限短，对企业的流动性要求高。加之发行主体多数为房地产业，考虑到 2019 年房地产业有大量债务到期，需持续关注房地产行业供应链 ABS 项目的偿债压力。



联合资信工商评级总监周旭先生发布城投行业信用风险展望

联合资信工商评级总监周旭先生发布了 2019 年城投行业信用风险展望。周旭先生从地方政府债务管理框架、监管思路、主管部门监管要求等方面回顾了 2018 年地方政府债务监管政策，并对城投行业整体信用风险和城投区域信用风险进行了分析。他指出，城投行业债务持续增长，短期和长期偿债能力均有所下降；城投债“借新还旧”周转压力大；城投债直接债务风险可控，隐性债务风险高；2019 年仍面临集中偿付压力，同时区域分化明显。2019 年融资平台整体风险可控，但应持续关注隐性债务对城投企业信用水平的影响，土地市场对城投企业信用水平的影响，城投企业信用资质分化加大的风险，城投企业流动性风险以及城投企业对外担保、业务转型等风险。



## 联合评级工商评级总监李晶女士展望房地产行业信用风险

联合评级工商评级总监李晶女士分享了关于 2019 年房地产高额到期债务下的信用风险研判。李晶女士指出，在严格的政策调控、棚改货币化力度减弱以及融资政策收紧下，目前已至房地产行业下行周期的拐点。李晶女士从销售回款、债务置换以及现金流压力测试三个方面对房地产行业现金流进行了具体分析，她预计，随着债务回售及到期高峰期的到来，结合目前的融资环境和预期销售回款，房地产行业现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数将处于低谷期，信用风险较大；相对历史以往周期，仍处于相对安全状态，但企业分化情况越发明显，需关注重点企业的短期流动性。此外，还需重点防范 2019 年上半年的债务到期风险。



圆桌讨论环节

圆桌讨论阶段，在联合资信副总裁艾仁智博士主持下，来自平安证券股份有限公司、银华基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、蓝石资产管理有限公司、北京东方引擎投资管理有限公司和国际资本市场协会的多位专家围绕“不确定中的风险预判和投资谏言”话题进行了热烈的讨论。

平安证券股份有限公司固定收益研究部执行总经理唐跃博士预计，由于受到政策调整对冲，2019 年第一季度和第二季度中国经济并不过于悲观，但第三季度和第四季度能否企稳仍存疑。银华基金管理有限公司固定收益



部副总监、固收研究所总经理刘小平女士认为，2019 年房地产行业信用基本面趋弱，但信用风险可控，地产行业信用基本面结构化分化严重，龙头企业仍具有较好的投资价值。嘉实基金管理有限公司债券基金经理方芳女士认为，受到 2019 年中国经济增长模式变化的影响，城投企业或将出现兼并重组，建议通过分析城投企业偿债能力与负债水平的匹配程度判断投资价值。蓝石资产管理有限公司信评总监张成先生认为，经过 2018 年经济环境的洗礼，产业债的发行企业已经基本实现了自我出清，2019 年优质的产业债发行企业将会更好。北京东方引擎投资管理有限公司 CEO 吕晗先生表示，民营企业股债联动问题比较显著，部分企业出现激进融资行为，2019 年仍需高度关注民营企业的偿债意愿。国际资本市场协会亚太区总监张顺荣先生从境外投资者的角度分析了中资美元债的投资关注点，并预计未来将会有更多的境内企业在国际上发债。



圆桌讨论嘉宾与主持人合影：左起分别为：联合资信总裁万华伟、银华基金固收部副总监刘小平、嘉实基金债券基金经理方芳、联合资信副总裁艾仁智、北京东方引擎资管公司 CEO 吕晗、国际资本市场协会亚太区总监张顺荣、平安证券固收部执行总经理唐跃、蓝石资管公司信评总监张成

本次论坛在热烈的掌声中圆满闭幕，联合资信对债券市场和行业信用风险的专业化分析和独特见解，受到了参会嘉宾的良好评价和广泛认可，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券市场信用风险

的认识。联合资信将不忘初心、再接再厉、砥砺前行，为投资者提供更多的精彩内容和优良服务。