

债市聚焦

第 50 期
总第 345 期
2019

政策指南

[完善债券违约处置机制 三部委征求意见补短板](#)

[央行:下大力气疏通货币政策传导 降低社会融资成本](#)

市场动向

[中国版 CDS 指数首次发布](#)

联合观点

[联合荣获第四届中国资产证券化行业评选“汇菁奖”多项奖项](#)

[2019 年度水泥行业信用分析及展望](#)

[乘用车行业研究报告](#)

[医药流通行业展望](#)

[地方政府与城投企业债务风险研究报告——山东篇](#)

[资产证券化业务对政府城投平台公司的融资助益](#)

[2019 年化工行业信用分析及展望](#)

[零售行业展望](#)

[2020 年房地产行业信用风险展望](#)

[企业未来应收款项证券化现金流稳定性的影响因素讨论](#)



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

完善债券违约处置机制 三部委征求意见补短板

随着债券市场违约常态化，债券违约处置机制也在抓紧完善。12月27日，央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》，在充分考虑市场发展实践并借鉴国际经验的基础上，明确债券违约处置的原则，充分发挥受托管理人和债券持有人会议制度在债券违约处置中的核心作用，进一步丰富市场化债券违约处置方式，允许发行人在基于平等、自愿前提下，通过债券置换、展期等方式协商进行债务重组，并加大对发行人逃废债的打击力度。

据接近监管部门人士透露，《征求意见稿》是在公司信用类债券部际协调机制下，根据市场情况深入调研后制定的，是加快完善债券违约处置机制建设的重要举措，填补了我国债券违约处置机制的很多制度性空白，有利于提升处置效率，加快风险出清，维护债券市场的长远发展。

作为《征求意见稿》的配套细则，当天，银行间市场交易商协会发布三份文件：《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》及其配套文件、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（修订稿）》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》。

交易商协会表示，三项配套细则聚焦银行间市场违约处置问题，为建立健全债务融资工具违约处置机制、明确债券违约的处置路径、丰富市场化处置手段提供了制度保障，有利于进一步提高违约处置效率，保护投资者合法权益。其中，《受托管理人业务指引》引入受托管理人制度安排，明确受托管理人可代表投资人集中参与诉讼、破产等司法程序的主体资格，为畅通债券违约司法救济渠道提供了机制保障；《持有人会议规程》建立了分层的议案表决机制，提升了持有人会议决议的效力，优化了会议召集程序，提高了会议召开成功率与透明度，并强化了持有人会议参与各方的权责和义务；《违约及风险处置指南》明确了市场参与各方的职责与权利，并提出了包括展期、置换、以其他方式清偿债务等多元化处置操作方式供市场自主选择。

（摘自证券时报，2019年12月27日）

[返回目录](#)

央行:下大力气疏通货币政策传导 降低社会融资成本

中国人民银行货币政策委员会日前召开 2019 年第四季度例会。会议指出，稳健的货币政策要灵活适度，运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低。

会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，当前我国主要宏观经济指标保持在合理区间，经济增长保持韧性，增长动力持续转换。贷款市场报价利率全面应用，贷款利率定价市场化程度提高，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求，宏观杠杆率基本稳定，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但经济下行压力仍然较大，国际经济金融形势错综复杂，世界大变局加速演变的特征更趋明显。

会议指出，要继续密切关注国际国内经济金融形势的深刻变化，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事。创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要灵活适度，运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”，保持物价水平总体稳定。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，优化融资结构和信贷结构，加大对推动高质量发展的支持力度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党的十九届四中全会和中央经济工作会议精神，继续按照党中央、国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，着力激发微观主体活力，全面做好“六稳”工作。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间。深化利率市场化改革，推动存量浮动利率贷款定价基准转换，保持人

人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。打好防范化解金融风险攻坚战，平衡好稳增长和防风险的关系，注重在改革发展中化解风险，稳定市场预期，守住不发生系统性金融风险的底线。

（摘自中国证券报，2019年12月31日）

[返回目录](#)

市场动向

中国版 CDS 指数首次发布

2019年12月26日，中国外汇交易中心（暨全国银行间同业拆借中心，简称“交易中心”）、银行间市场清算所股份有限公司（简称“上海清算所”）和国泰君安证券股份有限公司（简称“国泰君安证券”）宣布，将于即日起联合发布并试运行“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”。

这是中国市场首个 CDS 指数，也是全球首个立足于中国市场的 CDS 指数。业内人士表示，审慎推进 CDS 指数，有利于进一步完善我国信用衍生品市场，强化信用风险合理定价，促进市场对信用风险的有效识别，进而实现资源有效配置，对推动实体企业融资、尤其是民营企业债务融资，落实金融市场服务实体经济具有重大意义。

本次发布的“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”是由交易中心、上海清算所和国泰君安证券共同担任指数管理人，参考国际市场惯例和 CDS 指数产品特点，按照一定规则筛选出的 40 个具有高信用等级、较好流动性的 CDS 参考实体的集合，每个参考实体权重为 2.5%。该指数设置每年 3 月 20 日和 9 月 20 日为滚动日，基于特定规则进行指数更新和发布。试运行期间，市场机构仅对该指数进行报价，暂不开展交易。交易中心与上海清算所基于市场机构报价，共同编制并每日发布 CDS 指数信用曲线。

据悉，入选本次高等级 CDS 指数参考实体名单的均是中国市场信用资质较佳、运营情况良好的企业。高等级 CDS 指数结构相对简单，价格波动区间均衡，便于市场参与者了解和开展业务。

未来，CDS 指数将从多个维度促进市场下一步的完善和发展：在定价方面，由于 CDS 指数与其成分 CDS 之间的勾连关系，CDS 指数的推出可以与单一名称 CDS 相互

补足、相互促进，有力提升单一名称 CDS 的定价能力，同时高等级 CDS 指数可为市场提供高等级信用风险的定价基准与风向标，通过完善二级市场的风险定价机制提高市场对债券信用风险定价的准确度和定价水平，优化债券市场运行效率；在风险管理方面，适时推进 CDS 指数交易可以协助市场进一步完善信用风险转移和分担机制，其天然的分散化效果有助于大幅降低卖出信用保护的风险，缩短构建 CDS 组合的时间，更好地解决集中度问题，同时也能够帮助投资者更好地转移和分散信用风险，便于对投资组合进行动态的信用风险管理；在市场流动性方面，适时推进 CDS 指数交易有助于完善中国信用衍生品市场种类，丰富交易策略，提高市场机构参与信用衍生品市场的积极性，从而提升整个信用衍生品市场的流动性，盘活单一名称 CDS 市场；在对外开放方面，有助于中国与国际固定收益市场的衔接，满足境外投资者信用风险管理的需求，吸引更多的境外投资者进入中国债券市场，促进债券市场对外开放。

以高等级 CDS 指数拉开中国 CDS 指数市场的序幕，是在创新和稳健之中取得的平衡，有助于在风险可控的前提下，稳步推进信用衍生品市场的完善和发展。

（摘自金融时报，2019 年 12 月 26 日）

[返回目录](#)

联合观点

联合荣获第四届中国资产证券化行业评选“汇菁奖”多项奖项

2019 年 12 月 21 日，2019 年度中国资产证券化“智能金融驱动资产证券化健康发展年会”在北京成功举办。第四届中国资产证券化行业评选“汇菁奖”获奖名单也于当晚在颁奖典礼上揭晓，联合再次获得多项殊荣。

联合资信与联合评级分别获得了“特殊贡献服务机构奖”，联合资信评估有限公司评级总监罗伟成获得“最具贡献专家奖”，联合信用评级有限公司结构融资一部总经理邵天获得“最具贡献专家奖”。

此外，由联合提供评级服务的多个产品也获得了不同奖项，“华泰资管-小米小微金融 2019 年第 1 期信托受益权资产支持专项计划”“天风证券-360 金融 1 期信托受益权资产支持专项计划”“飞驰-结构优化 2019 年度第一期企业应收账款资产支持票据”获

得了“杰出产品奖”；“华金-联易融-华发大湾区供应链 1 号资产支持专项计划”“信远租赁一期资产支持专项计划”“天弘创新-大搜车 2019 年第 1 期资产支持专项计划”获得了“新锐产品奖”。

本次年会由中国保险资产管理业协会和北京金融科技研究院作为指导单位，由上海和逸信息科技有限公司等公司主办，由北京市东城区金融办支持，中国资产证券化分析网作为技术支持，国研智库智能金融研究院作学术支持。

本次中国资产证券化行业“汇菁奖”的年度评选旨在与行业精英共聚一堂，共商中国资产证券化未来发展及表彰在 2019 年度中国资产证券化行业中作出突出贡献的专家、机构和产品，深入研究中国证券化市场的实践。近年来，“汇菁奖”已发展成为行业内权威性和专业性兼具的奖项。联合凭借 2019 年在资产证券化领域的优异表现，斩获多项奖项，这些奖项是对联合资信和联合评级在资产证券化领域取得成绩的再次肯定，充分印证了联合资信和联合评级在资产证券化业务领域中持续领先的竞争力。

未来，联合将一如既往的以专业能力服务于资产证券化市场，积极推动资产证券化市场的健康发展。

（摘自金融界，联合资信供稿，2019 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

2019 年度水泥行业信用分析及展望

2019 年以来国内基建投资回稳，房地产开发投资保持较快增长，双重因素叠加促进水泥下游需求总体有所增长。环保工作力度仍较严峻，环保及错峰生产的力度将继续保持，作为控制水泥行业产能过剩的重要手段。水泥行业在华东及南部地区无论产量及价格均仍处于前列，但 2019 年北部地区整体量价增幅加快。

2019 年水泥企业发行人以高信用级别为主，在债券市场融资数量和规模均同比明显下降，水泥企业在债券市场融资呈净流出态势，但水泥行业无新增债券违约情况，债券融资信用度高。2019 年水泥企业信用等级调整家数较上年明显增加，以上调为主，存续信用债券中高级别的主体占比较高，说明水泥市场价格持续高位运行有效改善了水泥生产企业的经营，整体信用水平有所提升。2020 年，水泥企业到期债券规模仍较大，债券市场融资预计仍保持较大规模，考虑到即将到期债券的企业信用水平高，预计到期兑付风险低。

展望未来，从需求端看，基建方面，财政部 2019 年 11 月底将 2020 年 1 万亿元地方专项债额度已下达至省级政府，不少省份已经将这一额度分配至市县一级政府的具体项目，为 2020 年 1 月地方政府发债做好准备，专项债主要应用于基建等民生项目上，由此可见，2020 年，基建投资增速将有所回升；房地产方面，“房住不炒”的总基调不变，房地产投资增速将有所回落，但韧性较强，回落幅度不会太大，两者因素相加，水泥市场总需求将处于相对平稳状态。从供给方面看，水泥行业产能调控仍坚持“减量置换”和“错峰生产”的主导政策，供给端的弹性足够平衡市场需求，预计明年水泥价格整体仍将保持高位区间，若不出现重大负面事件，预计全年行业盈利情况与上年相比将稳中有升。考虑到水泥行业区域发展不平衡的现状，要重点关注东北、西北地区的水泥行业供需及价格情况。未来，水泥行业将在压降产能的基础上，加强企业科技创新、绿色和智能化工厂建设、境外投资“走出去”、水泥窑协同处置、行业自律诚信、产业链延伸将成为中国水泥行业高质量发展的核心内容。

债券市场方面，水泥行业债券市场融资预计仍保持较大规模，但融资主体以信用等级高的央企和国企为主，整体效益仍处于持续改善的阶段，资金周转压力可控，不考虑环保安全等重大突发因素影响，行业整体信用风险不大。未来一年，需要重点关注低等级水泥企业的到期债券的兑付情况。总体看，水泥行业整体风险展望为稳定。

查看全文请点击 <https://m.hexun.com/economy/2019-12-26/199801332.html>

（摘自和讯网，联合资信工商二部供稿，2019 年 12 月 26 日）

[返回目录](#)

乘用车行业研究报告

2018 年以来，中国经济增长面临的下行压力有所加大，汽车制造业投资增速依旧维持在低位水平。上游钢材价格高位震荡，下游居民杠杆率提升导致乘用车购买能力下降，购置税优惠等扶持政策退出，削弱了消费者的购买意愿，贸易摩擦等因素加剧了部分消费者的观望情绪。综合作用下，2018 年中国汽车产销趋势首度转为负增长，2019 年以来仍延续下滑态势。乘用车行业在景气度偏低的时期出现了明显的消费结构调整，在豪华品牌销量保持两位数增长的同时，以中低端车型为主的自主品牌市场占有率快速下滑，行业内部结构分化明显，行业进入调整期。大型整车厂商为延伸产业链、拓展业务以及增加客户粘性，纷纷加大投资于融资租赁、消费金融等汽车后市场，导致大部分乘用车

制造行业发行人的债务水平有所上升但有息债务负担仍属可控，企业盈利能力呈现两极分化且经营获现水平弱化。总体看，2019 年行业发展形势未见明显改善，行业调整期内，各方面资源将进一步向头部企业集中，尾部企业面临较大的整合风险；从中长期来看，相对较低的人均保有量和工艺技术的不断提升，将推动行业继续增长。综合评估，联合资信评估有限公司认为乘用车制造行业信用展望为稳定。

查看全文请点击 <https://stock.hexun.com/2019-12-27/199810735.html>

（摘自和讯网，联合资信工商一部供稿，2019 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

医药流通行业展望

医药行业关乎国计民生，受宏观经济周期性波动影响小，需求刚性。近年来，在外部宏观经济发展、政策变化以及人口老龄化趋势等综合影响下，中国医药流通行业规模保持增长，行业增速逐步放缓，但仍保持高于 GDP 增速的发展趋势。2018 年以来，随着医改政策的持续推进和两票制的广泛推行，行业内企业调拨业务占比下滑，下游客户中公立医疗机构占比快速提升，应收账款账期被进一步拉长，医药流通企业的资金占用增加，行业内结构调整及行业格局重塑对医药流通企业在资金运营效率、下游渠道拓展等方面提出更高要求，龙头企业借行业政策调整期积极通过外延式并购拓展市场份额，重组并购等资本运作频繁，市场份额进一步向龙头企业倾斜，龙头企业资金需求保持较高水平，债务负担及杠杆水平进一步提升，行业内发债主体信用等级愈发集中在 AAA 和 AA+ 等高等级的中央国有企业及地方国有企业。

展望 2020 年，在医改政策持续推进和宏观经济稳定发展背景下，预计未来医药流通行业销售规模仍将保持增长，但增速或将持续回落。以保障医药行业稳定运行，降低药品费用为主要原则医改政策将促使医药流通行业内龙头企业的收购整合等方式提升行业集中度。具有规模优势、较高运营效率、较好费用控制能力、专业化服务水平高的流通企业将获得更多的资源和市场份额，同时也需关注低等级发行人和民营企业资金成本及再融资风险，以及医改政策推进下带来的占款压力。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2021929.html>

（摘自资治网，联合资信工商一部供稿，2019 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

地方政府与城投企业债务风险研究报告——山东篇

山东省经济规模处于全国上游水平，2018年GDP排名全国第三，一般公共预算收入排名全国前列，政府债务率处于全国偏低水平，整体债务负担轻。山东省各地级市经济实力和财政收入分化较重，东部沿海城市和省会济南市的经济规模和财政实力明显高于其他地级市。山东省各地级市一般公共预算收入质量较好，部分地级市政府债务负担较重。

山东省发债城投企业数量较多，区域集中度较高，主要分布于经济发达的环渤海地区。近年来，山东省城投企业有息债务规模持续增长，债务结构普遍以长期债务为主，各地级市城投企业有息债务规模差异较大，其中青岛市城投企业有息债务规模远高于其他地级市。山东省城投企业债务负担持续增长，其中青岛市、济南市、菏泽市和泰安市城投企业债务负担较重。山东省大部分地级市城投企业的偿债能力及筹资力度有所下降，部分地级市城投企业融资压力明显加大。2020—2022年山东省存续城投债券将面临集中兑付压力，城投企业未来的偿债压力、融资状况和融资成本变化需密切关注。从外部支持看，山东省城投企业全部债务高于地方政府债务余额，考虑政府支持后山东省城投企业整体的偿债能力一般。

展望未来，山东省出现大规模城投企业违约或行政级别较高的城投企业违约的可能性较低，整体偿债风险相对可控。考虑到未来山东省存续城投债到期量依然很高，部分地级市再融资压力依然较大，需持续关注面临集中偿付压力和地区债务负担重的地级市城投企业再融资情况和融资成本变化情况、偿债规模变化带来的阶段性信用风险以及城投企业向产业转型过程中可能存在转型失败而导致外部支持减弱的风险

查看全文请点击 <https://bond.hexun.com/2019-12-30/199831808.html>

（摘自和讯网，联合资信公用事业部供稿，2019年12月30日）

[返回目录](#)

资产证券化业务对政府城投平台公司的融资助益

国务院于2010年6月发布了《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（19号文），其中定义了地方政府平台或称城投公司的概念，即“由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，

并拥有独立法人资格的经济实体”。在税收制度改革、地方财政收入减少，同时城市基础设施建设投资需求日益增加的环境下，作为政府融资的重要补充渠道之一，地方政府城投平台仍发挥着重要的融资作用。近年随着资产证券化业务的兴起，其资金用途不受限制、盘活资产、优化财务等特征使其发行得到政策的大力支持，本文主要结合政府平台公司融资现状及特征，分析资产证券化业务能够对政府平台公司融资提供的助益。

政府平台公司的融资现状及特点：城投债发行规模持续扩大，发行规模地域分化明显；城投债发行市场分布广泛，发行期限以 1 年之内短期和 5~6 年中长期为主；城投债与政府信用逐步脱钩，信用水平分化日趋明显。

资产证券化产品的特点及其助益：资产证券化产品融资门槛较低，有利于经济发展落后或融资环境欠佳的政府平台公司拓宽融资渠道，缓解融资分布不均衡问题；资产证券化产品具有自由度高、融资稳定性高的特点，有利于政府平台公司灵活运用募集资金、缓解短期偿债压力、优化债务期限结构；政府平台公司持有的基础设施资产可能成为公募 REITs 突破点。

综上所述，在严控新增隐性债务、坚持结构性去杠杆的大政策环境下，政府平台公司融资面临诸多困境；近期来看，政府平台公司融资出现了地域分布不均、信用分化明显等特点。与此同时，资产证券化产品发行得到政策的大力支持，特别是基础设施类资产证券化产品适宜政府平台公司发行，对拓宽政府平台公司融资渠道、降低融资成本、优化债务结构起到有效助益。

查看全文请点击 <http://www.sinozizhi.com/newsinfo/2028336.html>

（摘自资治网，联合评级结构融资二部供稿，2019 年 12 月 30 日）

[返回目录](#)

2019 年化工行业信用分析及展望

化工行业受经济周期影响较大，从周期看，2019 年化工需求大幅萎缩，除了终端需求下滑的影响外，很大程度上还是受下游去库存和贸易摩擦的影响。化工库存周期一般在 40 个月左右，本轮库存周期从 2016 年中期开始，至今已有 38 个月。因此，2020 年，国内经济将进入一个补库存周期。2019 年以来，制造业 PMI 指数多数时间处于荣枯线以下，国内经济下行压力仍然较大，主要下游行业增速下滑并制约化工品需求，2020 年，随着新的库存周期到来，PMI 指数预计将会回到荣枯线以上，需求端将会有所改善。从

化工行业的主要下游领域看，地产明年将维持今年的水平，并随着灵活度的上升，景气度也将会有所提升，随着 2019 年四季度开工数据已经大幅度回暖，预计明年竣工数据会好于今年，从而带动化工产品的需求有所增加；纺织服装方面，预计 2020 年，纺织将随着贸易摩擦的缓和，产量还会有所增长，从而带动相关化工品的需求增长。从供给端看，化工企业的过去几年扩张的产能将会释放，但是考虑到我国化工园区内企业收入占比只有 60%左右，未入园的企业将面临巨大的环保压力，可是供过于求的整体行情并不足以被扭转，价格端也很难有大幅的反弹。原材料方面，OPEC+在 2019 年 12 月 6 日举行的会议上也达成进一步削减原油供应，以对冲美国原油产量增加及全球需求下行对油价产生的冲击，预计 2020 年美国原油产量增速有望放缓，国际原油价格将维持较强走势。总体看，2020 年，化工行业产能平稳增长，虽然新的库存周期到来，但是供大于求的整体格局并未打破，行业整体盈利能力并不会出现大幅的改善。

从债券发行方面来看，2020 年的新的基调是在稳定的基础上调节杠杆率，所以想要货币政策大幅放松并不现实。此外，资管新规在 2020 年将迎来过渡期的收官之年。但是，强力整改可能对经济（信用收缩）和市场（债市委外赎回等）产生更大的冲击。因此，2020 年债券市场会保持稳定，不会发生太大的波动，制造业的融资规模可能会有小幅上涨，而化工行业的债券存量规模将小幅收缩或保持稳定，并向 AA+以上的级别集中，而对于 AA 及以下的化工企业，若融资环境无明显改善，到期债务无法接续，将面临较大资金周转压力。总体来看，2020 年化工行业整体信用风险较高。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2028222.html>

（摘自资治网，联合资信工商二部供稿，2019 年 12 月 30 日）

[返回目录](#)

零售行业展望

2019 年前三季度，全国网上零售额 7.32 万亿元，同比增长 16.8%，实物商品网上零售额 5.78 万亿元，同比增长 20.5%，占社会消费品零售总额的比重为 19.5%，网络零售增速持续放缓，但是增速仍显著高于线下，网络消费占比进一步提升。居民消费能力保持稳定，2019 年前三季度城镇居民人均可支配收入累计增速保持在 8%左右，消费性支出累计增速在第三季度出现好转，较上半年上升 0.8%至 7.2%。2019 年前三季度最终消

费性支出、资本形成总额、货物与服务净出口对 GDP 同比增速分别拉动 3.9、1.1 和 1.3 个百分点，消费仍是经济增长的第一驱动力。

从实体零售发展来看，近年来随着国外消费概念的引进以及消费者结构的改变，百货业态细分为传统百货、购物中心、奥特莱斯等业态，连锁业态细分为超市连锁、社区连锁、便利店等业态。国内百货零售商通过业态间的错位经营，以更好地满足消费者差异化需求。但同时，由于国内百货业开放程度高，零售品牌较多，行业竞争激烈，加之联营为主的经营模式导致各百货品牌经营过程中商品同质化倾向较为突出，行业盈利难以有效提升。此外，国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区域性，也加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。

2018 年，零售行业样本企业收入和利润同比均有所增长，高级别样本企业收入和利润同比增幅较大，公开市场上无 AA-及以下级别企业；样本企业整体盈利能力保持稳定，但高级别样本企业盈利能力有所提升；样本企业现金流状况良好，获现能力持续保持较高水平，投资活动现金净流出规模有所回落，但仍然较大，筹资需求持续凸显；样本零售企业债务水平保持平稳；样本零售企业的整体偿债能力仍较好，指标结果较上年底变化不大，AAA 样本企业整体偿债能力呈增强趋势，AA+样本企业在短期偿债能力和长期偿债能力方面均有所弱化，AA 样本企业中民营企业偿债能力要低于国企。

零售行业受宏观经济增速下行、限制过度消费以及海外购物消费分流等因素影响，自 2004 年以来增速持续下滑，在此背景下，国家在政策方面主要以维持稳定为主，着重引领消费升级，细化经营业态，完善现有零售政策。目前，中国零售百货行业的集中度仍然较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中，2018 年以来，无论是实体零售还是线上与线下零售的融合都意味着零售企业将全面步入整合阶段，强者越强和强者恒强效应将逐步凸显。2019 年以来，货币政策的收紧以及市场投资者的偏好，国有企业发债金额明显高于民营企业，但零售市场整体存量依然以民营企业债券为主，发债零售企业盈利能力呈现稳定正向的发展趋势。展望未来，短期看，受消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等因素综合影响，传统零售实体盈利能力有所弱化，整体消费市场承压较大，消费增速仍有可能进一步放缓。从长期来看，由于现阶段中国经济发展的不均衡，乡村地区的消费增长将成为零售企业新的增长点，同时随着线上和线下零售逐步优化升级成为全渠道零售，以及未来国民经济的持续发展和国

际化经济的不断融合，零售业整体将会呈现稳定增长的发展态势。综合评估，联合资信认为零售行业信用展望为稳定。

查看全文请点击 <https://stock.hexun.com/2019-12-30/199831867.html>

（摘自和讯网，联合评级工商一部供稿，2019年12月30日）

[返回目录](#)

2020年房地产行业信用风险展望

政策端——2020年楼市回落，政策基调维持不变

（1）短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况因城施政对其进行逆周期微调，整体趋稳。

（2）2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，融资收紧是影响2020年房地产企业经营行为以及行业发展的重要因素，但中长期将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等修复手段。

供给端——整体投资施工放缓，结构性调整可期

（1）本轮融资调控很难由紧转松，但预计2020年仍然会有筑底略微边际改善趋势。

（2）考虑土地供应原则、溢价率以及房企补库存需求，我们预计在供需关系更为紧张的一、二线城市及部分强三线城市，土地供给将进一步加快，但受融资政策趋紧的影响，房企底价拿地的概率持续增大，土地流拍现象会持续增多。

（3）目前整体现房库存进入下行通道，未来房企新开工意愿将有所下滑、拿地也将趋于谨慎，预计行业整体开发施工投资增速将大概率会回落至5.00%~6.00%的区间内运行。

需求端——居民购买力有限，城市轮动效应明显

（1）需求的硬上限为购买力，我国居民债务收入比指标虽然自2018年有明显的改善，但仍处于较高水平且目前各手段难有较大的松动空间。

（2）2019年销售“韧性”较强，展望2020年，我们认为一线市场商品房市场容量将保持稳定，未来政策性住房空间较大；二线城市预计将逐步从需求端打开限购或通过人才引入的方式变相打开商品房市场；三四线城市受棚改退坡、城市群崛起以及城市独立周期效应的综合影响，未来将有所回落。我们预计一线、二线及三线以下城市销售面积同比增速分别为1%、2%和-4%，销售价格同比增速为1%、2%和-2%。

企业端——行业兼并重组有向上趋势，看好有加杠杆空间的房企

(1) 行业竞争由增量转为存量，集中度不断提高，但随着地产后时代的来临，行业内已不仅仅是大鱼吃小鱼，2019年末更是开启了大鱼吃大鱼的元年。

(2) 具备加杠杆空间的房企符合政策调控导向，相对于其他房企而言会具备更加宽松的再融资环境，且有一定余力在行业并购重组浪潮中实现弯道超车。

查看全文请点击 <http://www.sinozizhi.com/newsinfo/2031248.html>

(摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019年12月31日)

[返回目录](#)

企业未来应收款项证券化现金流稳定性的影响因素讨论

2019年上半年，证监会就未来经营收入类资产证券化发布《资产证券化监管问答（三）》。文中对于可作为基础资产类型的未来经营收入进行了更为严格的约定，对现金流归集和收益分配进行明确的指导，并强调特定原始权益人或者资产服务机构的持续经营能力及对相关资产的控制能力。此举进一步规范了企业未来应收款项证券化的项目操作。企业未来应收款项证券化项目涉及基础资产类型繁多，现金流随之呈现不同特点，影响现金流变动的主要因素亦有所差异。

1. 资产服务机构的服务能力直接影响现金流的未来产出。资产服务机构即现金流的产出方，在主营业务未来收益出让后依靠自有资金可能无法持续经营，进而无法持续产出现金流，集团母公司的运营支持变得尤为重要；再者，资产服务机构掌握着基础资产相关经营决策的权限，以改造扩建为例也许在长期发展中是为利好，但在短期内即专项计划产品存续期间，现金流还能否如预期稳定产出，在产品设计之初应对此加以充分考虑；此外，在实际尽调中发现，一些项目的资产服务机构实际为集团旗下的项目公司，负责其业务运营的相关工作人员很少，履职情况有待提高，在产品存续期间实际并未按照交易约定划转现金流的情况时有发生。资产服务机构能否有效完成基础资产的运营工作、现金流归集与转付的执行力度值得关注。

2. 真实稳定的历史回款可提升未来现金流预测的可靠性和准确性。在过往项目中，一些资产运营方经常未对历史回款做详尽记录，或成立时间短，导致无历史回款可寻，此类情景下现金流预测的可靠性将大打折扣；一些项目在历史观测期内的回款记录波动较大或增速过快，观测者需加以注意；若涉及的基础资产交易对手集中度高，现金流的

稳定性将直接体现为主力客户的信用风险；更有一些融资人为做大规模，临时增加底层交易，借以虚增现金流的现象，实际却用其他资金偿还专项计划。因此，在资产证券化尽调工作中，各中介机构对现金流真实性的核实显得尤为重要。

3. 现金流是否独立于其他交易要素或参与主体在产品结构设计中应反复推敲。在ABS创新不断的市场背景下，产品种类层出不穷，交易结构变化多样，但核心终归是底层资产交易双方，资产运营方的日常交易对手与产品中的任一参与主体是否直接或间接关联，现金流稳定性是否表现为某一个或多个参与主体的信用表现值得探讨。笔者认为这是导致企业未来应收款项证券化常被等同于主体信用融资产品的根本原因。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/2031245.html>

（摘自资治网，联合评级结构评级二部供稿，2019年12月31日）

[返回目录](#)