



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2019.3.5(Y-Research RN19-019)

(整理) 吴越 赵健榆/第一财经研究院研究员

wuyue@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报 市场与监管

评级机构 Weekly Outlook

惠誉：中国内需或成 2019 年全球贸易增长主要引擎

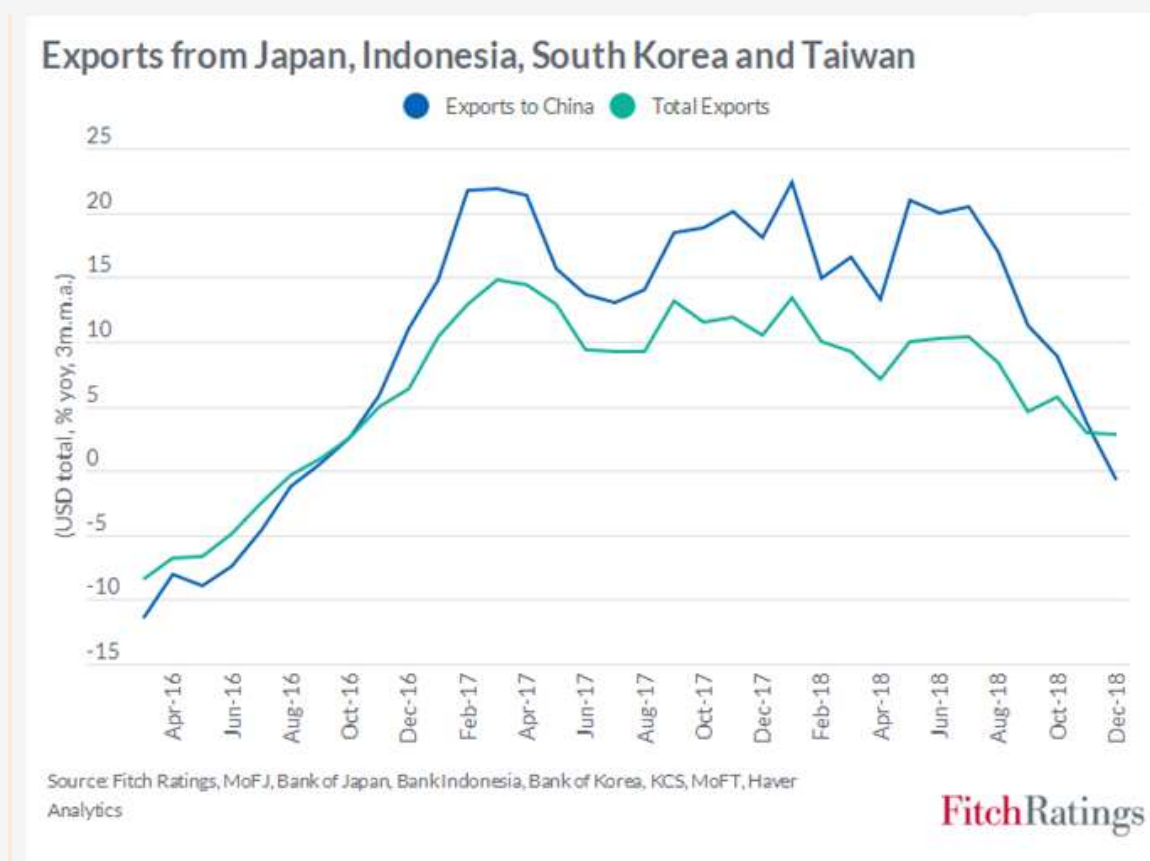
- 惠誉表示，近期亚洲的贸易流量情况显示，2018 年下半年全球贸易增长急剧下降的主要原因是中国国内需求放缓，而非美中贸易摩擦升级导致的关税提高。中国的国内需求或将成为 2019 年全球贸易增长的主要引擎。
- 惠誉表示，2018 年中国一手乘用车销量下降了 4.1%，为逾 20 年来首次下降。中国汽车销量下滑可能会给中国的汽车金融公司（AFCs）带来压力，并迫使它们寻求可能会对信贷审批标准产生负面影响的新策略，还可能削弱未来汽车抵押贷款资产支持证券（ABS）的表现。
- 标普表示，尽管中国货币政策复杂，但正在向以市场利率为主要工具转变，这将使其更容易被理解。
- 标普表示，2018 年美国房价全年增速超过 3.5%-4% 的历史均值，达到 6%-7%。但随着利率上涨，房价增速开始出现普遍回落。尽管一些地区房价被高估，但是美国房地产市场的基本面支持目前的价格上行。
- 主权评级调整方面，穆迪将苏里南 B2 评级的展望由负面调为稳定。
- 上周（2.25-3.3）国内债券主体评级下调家数 1 家，上调家数 0 家。
- 上周（2.25-3.3）国内债券违约 4 起，涉及公司为洛娃科技实业集团有限公司、中国城市建设控股集团有限公司、佛山市中基投资有限公司。

【一周经济观点】

惠誉：中国经济增速放缓波及全球贸易增长。(2019. 3. 4)

- 惠誉表示，近期亚洲的贸易流量情况显示，2018年下半年全球贸易增长急剧下降的主要原因是中国国内需求放缓，而非美中贸易摩擦升级导致的关税提高。
- 惠誉的数据显示，部分亚洲其他大型经济体向中国的出口增速降幅远超他们的整体出口增速降幅。由于亚洲内部的贸易收到中美间关税措施的影响较小，所以这一数据表明中国国内需求走弱是全球贸易增长放缓的主要原因。虽然进口价格上升，但是中国进口增速在2018年底由正转负。这是自2016年来的首次降低，体现了中国国内投资和私人部门消费增速放缓。

图2 亚洲主要经济体对中国出口增速降幅超过整体出口降幅



- 美国和欧元区对中国出口增速下降幅度也远远高于其整体出口增速降幅。中国汽车销量下降对德国市场的打击最为沉重，但是就整个欧元区而言，出口下降还受到英国和土耳其汽车销量减少的影响。最近几个月，美国对中国的出口规模锐减，中美两国间的双边贸易受到两国间关税政策的影响，比如，在预期的进一步加税和报复性措施出台之前的提前交易。来自亚洲的证据表明，中国的国内需求或将成为2019年全球贸易增长的主要引擎。

惠誉：中国汽车销量下滑加剧汽车贷款质量风险。(2019. 3. 4)

- 惠誉表示，中国汽车销量下滑可能会给中国的汽车金融公司（AFCs）带来压力，并迫使它们寻求可能会对信贷审批标准产生负面影响的新策略，还可能削弱未来汽车抵押贷款资产支持证券（ABS）的表现。
- 2018年中国一手乘用车销量下降了4.1%，为逾20年来首次下降。销量下跌反映了经济增长放缓、美中贸易紧张局势不明朗、消费者信心疲弱、部分市场饱和、“影子”银行受到打击及排放标准提高。
- 中国汽车市场的疲软驱使汽车金融公司重新审视其业务战略并寻求新的增长点。一些汽车金融公司开始考虑为非集团下属企业生产的汽车产品或二手车提供贷款，以实现业务多元化。与在线平台建立合作伙伴关系也是未来发展方向之一。此外，一些汽车金融公司也在重新修订信用模型，以吸纳可能被先前标准排除在外的信誉良好的客户。
- 为应对激烈竞争而发生的风险偏好改变可能会加大汽车金融公司在ABS表现方面的差距。由于监管机构制定了严格的信贷审批指引，截至目前，中国汽车金融公司发行的ABS的表现趋于同质化，累计违约率多在1%以下。
- 惠誉预计，即使证券表现出现恶化，严格的信贷审批指引仍将限制恶化程度。在中国，申请车贷时新车的最低首付比例为车款的20%，二手车为30%，新能源车为15%。2018年，ABS的入池贷款加权平均初始贷款价值比（LTV）介于50%-75%之间，平均LTV与2017年62%的比例持平。按全球标准衡量，中国的LTV比率处于较低水平（其他主要市场的汽车贷款LTV比率可高达100%）。
- 中国的法规还将新车的最长贷款期限限制为五年，二手车的最长期限为三年。贷款期限限制及最低首付要求推动了汽车抵押贷款资产支持证券在过去几年的强劲表现。当然中国的汽车ABS市场尚未经历中国经济严重下滑的考验。
- 中国汽车金融公司面临的一个持续挑战是信用评分卡的开发。大多数汽车金融公司都推出了自己的专有评分卡，但受到市场认可，可以比较不同资产池借款人质量的评分卡尚未问世。通过新渠道和新方法获得的客户可能拥有相同的贷款期限及LTV比率，但信用质量不一定相同。这给判断潜在贷款策略扩大的初步影响增加了难度。

标普：中国的货币政策及债权市场。(2019. 2. 22)

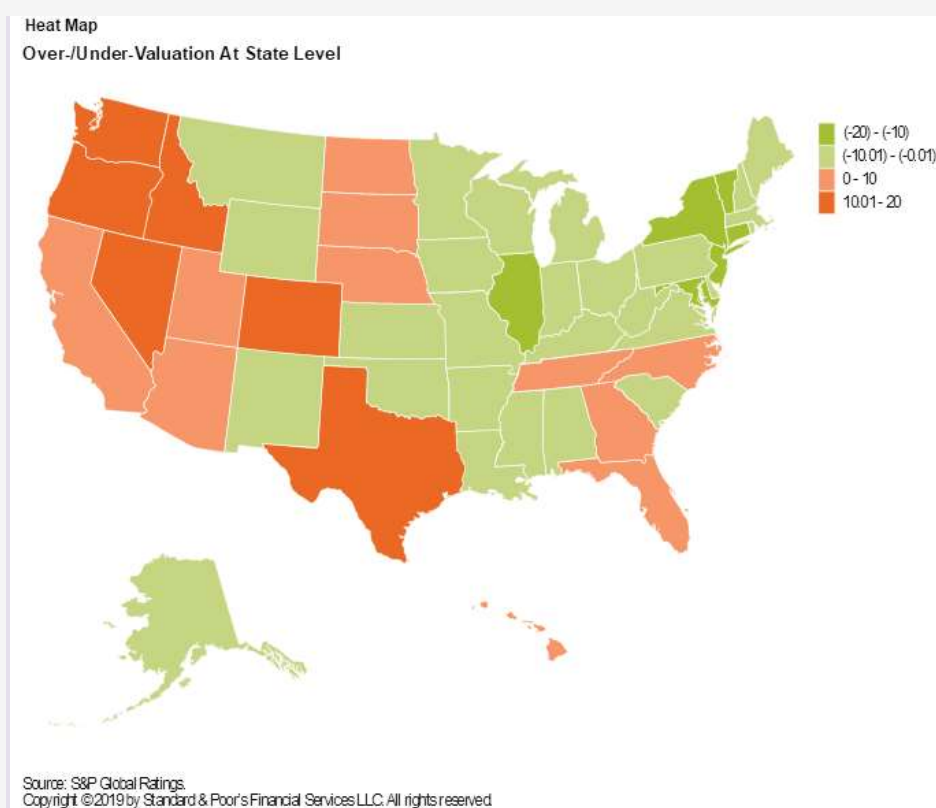
- 标普表示，尽管中国货币政策复杂，但正在向以市场利率为主要工具转变，这将使其更容易被理解。
- 更以市场利率为基础的货币政策意味着政策变化在向金融条件和实体经济传递中债券收益率的作用将更大。
- 在一年期互换利率意外变动的情况下，债券收益率在同方向上的变动幅度为互换利率变动幅度的四分之一至一半，对长期债券的影响较弱。
- 标普预计，中国短期实际政策利率将保持在低位，以抵消其它去杠杆政策的影响、防止金融环境过度收紧，这将抑制政府债券收益率。

标普：美国房地产泡沫不会再次破裂。(2019. 2. 22)

- 标普表示，2018年美国房价全年增速超过3.5%-4%的历史均值，达到6%-7%。但随着利率上涨，房价增速开始出现普遍回落。
- 标普表示，尽管一些地区房价被高估，但是美国房地产市场的基本面支持目前的价格上行。房价上涨主要原因之一是相关地区的人口增速较快，两者相关系数达到0.85。
- 标普认为，即使经济出现与大萧条类似的下行，整体房价下跌也不会超过2007-2009年时的情况。

图1 美国各州房价高估（橙）与低估（绿）热力图

(2017-2018)



- 自2012年，大部分美国市场的房价都经历了较大幅度的上涨，在经济恢复的早期有些地区的房价更是经历了两位数的上涨。供应限制、正面的市场基本面，包括低利率、低失业率和工资增长是价格上涨的主因。

【主权评级】

➤ 一周评级下调

无。

➤ 一周评级上调

穆迪将苏里南长期本、外币主体违约等级 B2 的展望由负面调为稳定。依据是该国融资情况改善。

(2019. 2. 28)

➤ 一周评级

标普确定**库克群岛**长期本、外币主权评级分别为 B 和 B+, 展望稳定。(2019. 2. 27)

标普确定**罗马尼亚**长期本、外币主权评级分别为 A-3 和 BBB-, 展望待定。(2019. 3. 1)

标普确定**佛得角**长、短期本外币主权评级分别为 B 和 B, 展望稳定。(2019. 3. 1)

标普确定**黎巴嫩**长、短期本外币主权评级分别为 B-和 B, 展望稳定。(2019. 3. 1)

标普确定**墨西哥**长期本、外币主权评级分别为 A-和 BBB+, 展望稳定, 短期本、外币主权评级均为 A-2。(2019. 3. 1)

穆迪确定**多米尼加**长期本、外币主体违约等级为 Ba3, 展望稳定。(2019. 2. 27)

穆迪确定**吉尔吉斯斯坦**长期本、外币主体违约等级为 B2, 展望稳定。(2019. 3. 1)

穆迪确定**希腊**长期本、外币主体违约等级为 B1, 展望稳定。(2019. 3. 1)

惠誉确定**欧盟**长、短期外币主体违约等级为 AAA 和 F1+, 展望稳定。(2019. 2. 27)

惠誉确定**巴林**长、短期外币主体违约等级为 BB-和 B, 展望稳定, 长、短期本币主体违约等级为 BB-和 B。(2019. 2. 28)

【国内机构评级】

上周 (2. 25-3. 3) 国内债券主体评级下调家数 1 家, 上调家数 0 家。

● 评级下调

企业名称	最新主体评级	评级展望	评级调整日	上次评级	上次展望	上次评级日期	评级机构
庞大汽贸集团股份有限公司	CC	负面	2019-02-27	BB+		2019-01-22	大公

● 评级上调

无。

【国内债券违约】

上周 (2. 25-3. 3) 国内债券违约 4 起, 涉及公司为洛娃科技实业集团有限公司、中国城市建设控股集团有限公司、佛山市中基投资有限公司。

发行人	违约债券名称	发生日期	事件摘要	担保人	最新债项评级	最新主体评级	发行时主体评级	债券余额 (亿元)	票面利率 (%)	公司属性
洛娃科技实业集团有限公司	18 洛娃科技 MTN001	2019-03-04	根据《洛娃科技实业集团有限公司 2018 年度第一期中期票据募集说明书》中关于交叉违约条款的相关约定,		C	C	AA	3.00	8.00	民营企业

			鉴于“16 洛娃科技 PPN001”违约事件发生，该事项已触及“18 洛娃科技 MTN001”的交叉违约条款约定情形。							
中国城市建设控股集团有限公司	16 中城建 MTN001	2019-03-01	中国城市建设控股集团有限公司因控股股权纠纷，公司融资渠道受到限制，导致资金链十分紧张。另外公司目前正面临多起债务诉讼，部分银行账户及资产已被查封或保全。		C	C	AA+	18.00	3.97	民营企业
佛山市中基投资有限公司	16 中基 E2	2019-02-28	2018 年 11 月 21 日，华泰联合证券组织“16 中基 E2”持有人召开了 2018 年第五次债券持有人会议，会议审议通过了《同意豁免发行人因交叉违约导致须承担的加速清偿义务至 2019 年 2 月 28 日》的议案，根据该议案，“同意将因“16 中基 E1”到期无法支付未偿还本息所导致的“16 中基 E2”加速清偿义务豁免至 2019 年 2 月 28 日”。2018 年 11 月 28 日，“16 中基 E1”到期未能支付未进行换股操作的债券本金及 2017 年 11 月 28 日至 2018 年 11 月 27 日期间的付息合计 161,835,574 元，根据“16 中基 E2”2018 年第四次持有人会议决议、“16 中基 E2”2018 年第五次持有人会议决议，如“16 中基 E2”持有人在 2019 年 2 月 28 日不再延期豁免加速清偿的义务，则“16 中基 E2”将于 2019 年 2 月 28 日到期且无法进行后续换股操作。截止本公告出具日，“16 中基 E2”债券持有人未延期豁免交叉违约所导致的加速清偿义务。本期债券于 2019 年 2 月 28 日到期且无法进					6.08	8.00	民营企业

			行后续换股操作。							
洛娃科技实业集团有限公司	16 洛娃科技 PPN001	2019-02-28	洛娃科技于 2019 年 2 月 25 日未能按期足额偿付洛娃科技实业集团有限公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具、本息，已构成实质违约。			C	AA	5.00	7.30	民营企业

附录：

《评级机构观点跟踪》（以下简称《评级跟踪》）汇集每周跟踪评级机构最新评级情况及重点经济研究报告，跟踪重点为国家&经济体评级、国内地方政府债务评级、重要的国际机构评级和国内机构及产品评级情况。

跟踪评级机构范围：穆迪、标普、惠誉、大公国际资信评估有限公司（大公）、联合资信评估有限公司（惠誉合资）（联合资信）、中诚信国际信用评级有限公司（穆迪合资）（中诚信）。

《评级跟踪》主要包括：

【一周经济观点】

【一周评级下调】

- 主权评级
- 国际机构评级
- 国内地方政府评级
- 国内机构评级
 - 金融机构评级
 - 非金融机构评级

【一周评级上调】

- 主权评级
- 国际机构评级
- 国内地方政府评级
- 国内机构评级
 - 金融机构评级
 - 非金融机构评级

【一周评级】

- 主权评级
- 国际机构评级
- 国内地方政府评级
- 国内机构评级
 - 金融机构评级
 - 非金融机构评级

【一周经济观点 II】（含链接）

《评级跟踪》各评级机构文字配色方案及排列顺序：惠誉（浅橙）、穆迪（浅绿）、标普（浅紫）、大公（浅红）、联合资信（浅灰）、中诚信（浅蓝）。

