

固定收益

下調風險仍待釋放 ——18年上半年信用評級調整回顧與展望

評級調整狀況整體掃描。1) 評級下調持平，上調銳減。截至7月8日，今年以來共有52家主體被下調評級，與17年同期(53家)基本持平，而評級上調總數大幅減少，從17同期的228家減少到了153家。由於我國評級機構多以上調為主，因此持平的下調數量、減少的評級上調數量，實際上反映了當前債市信用環境整體偏負面。2) 下調主體初始評級仍集中在AA級。今年有29家AA級主體被下調評級，不管是數量還是占比均與2017年同期基本持平。但與去年相比，今年仍有一些新的變化，出現了2家AAA級評級下調主體，AA+級的主體也從2017年同期的2家增加到4家。3) 信用風險頻發，跨檔下調增多。今年上半年有9家發行主體因出現信用事件，評級連續下調。52家評級下調的發行人中有29家調整前的評級為AA級，其中10家被跨檔下調，最低調到了C檔評級。而在2017年同期30家AA級主體被下調，只有2家被跨檔下調。此外18年有不少AA+級及以上的發債主體因為超預期信用事件被跨檔大幅下調評級。4) 民企下調主體占比顯著增加。52家主體評級被下調的主體中，民營企業有26家，占到一半，地方國企有16家，央企只有2家。而去年同期地方國企是評級下調的主要角色，當時民營企業只占1/4多一點，今年民營企業下調的比例顯著增加。去杠杆背景下信用創造持續收縮，處於融資鏈條末端的民營企業更容易受到流動性邊際變化的衝擊，導致今年不管是違約事件還是評級下調，民營企業都是主角。

產業債評級調整有何變化？1) 下調行業重災區發生變化。與以往過剩產能行業是下調重災區不同，今年上半年綜合、化工、環保等行業評級下調主體較多。2) 下調主體有何特徵？首先，國企被下調評級前往往已經持續虧損或盈利微弱，而民企則未必。評級下調的12家披露數據的產業債國企/央企中，有9家17年出現虧損，其中6家已經連續虧損，其他3家也只是微弱盈利；而被下調評級的民營企業，大多數還是能夠正常盈利的。其次，被下調民企債務規模擴張速度普遍過快。截至17年底20家樣本企業合計帶息債務規模已經是5年前的近4倍，年均增速高達77%，依靠舉債快速擴張規模的模式在信用緊縮的環境下難以為繼，且高額的債務造成信用基本面的弱化。此外存在不同程度的再融資困難。18年以來52家主體評級被下調的主體中，有27家在17年以後就再沒有新的債券發行出來，還有部分主體出現了取消發債計劃的情況。

城投債評級為何調整？1) 城投評級調整數量下降。上半年被下調/上調評級的城投公司分別為5和71家，而17年同期則為11和107家。評級調整數量整體有所減少，但上調主體數量減少幅度更大，城投主體信用狀況整體呈弱化趨勢。2) 評級下調原因。地方經濟發展狀況、平臺自身資產質量和業務體量、平臺對外擔保風險有較大影響，與地方政府之間的業務往來情況也是考量因素。3) 評級上調原因。對71個評級上調主體梳理，地方政府因素仍是上調主要原因，包括財政經濟實力增強和政府支持(包括財政補貼、政府資產注入、政府增資以及債務置換等方式)；自身經營因素關注

度也在上升，包括收入的可持續性以及業務多元化、土地儲備豐富、財務指標改善，但經營好轉與背後的政府支持也密不可分。

信用評級調整展望。1) 從調整進度來看，評級下調風險仍待釋放。歷年4-7月是評級集中調整期，存續公募債券中今年以來尚未披露跟蹤評級的占28%，且隨著信用風險升溫，不定期評級調整的概率也在增大。2) 上半年評級調整對再融資風險體現不足，警惕評級超預期下調。跟蹤評級調整與上一年企業盈利的變化相關性較大，而對於融資環境敏感度不夠，而今年以來信用風險的上升主要由再融資壓力加大所導致，這從今年以來評級跨檔調整增多也可以看出來，實際上反映的是評級調整的滯後性。3) 警惕隱含評級下調主體。今年以來有1119只債券（對應272個債券發行人）中隱含評級發生了變化，其中下調874只（對應226個債券發行人）。隱含評級下調意味著債券交易價格跌幅較大，往往也意味著對應發行人再融資難度的增大。信用評級下調數量和占比遠低於隱含評級，也從側面說明信用評級調整相對滯後，也就意味著後續評級下調壓力仍大，尤其是如果出現了信用事件，信用評級可能出現超預期下調，需警惕隱含評級下調且與信用評級差距較大的發行人。4) 城投價值重估後評級中樞下移。回顧今年以來城投評級調整，無論是正面還是負面行動，數量都較去年同期大幅下滑，反映的或許是城投評級舊邏輯搖搖欲墜，但新邏輯仍未成熟，評級公司顯得有些無所適從。隨著城投債逐漸打破剛兌，城投債或面臨價值重估，城投債評級體系也將重塑，城投債評級中樞將下移。5) 監管趨嚴加劇下調壓力。金融防風險背景下信用評級行業監管趨嚴，整體思路是“對內改革，對外開放”。國內信用評級機構面臨內外雙重壓力，提高信用評級質量是必然選擇，評級從嚴也是大勢所趨，虛高的評級可能會被逐漸打回原形，加劇評級下調壓力。

策略

期貨策略：商品持續下跌 股指不改築底趨勢

PPI漲幅創年內新高，貨物貿易順差持續收窄。中國6月CPI同比上漲1.9%，預期1.9%，前值1.8%，CPI環比下降0.1%。中國6月PPI同比上漲4.7%，增速創年內新高，預期4.5%，前值4.1%，環比上漲0.3%。短期CPI環比下降受季節影響較大，時令瓜果和蔬菜大量上市，鮮果和鮮菜價格分別下降6.7%和1.8%，合計影響CPI下降約0.16個百分點，是CPI下降的主要原因。PPI同比增速創年內新高。在主要行業中，漲幅擴大的有石油和天然氣開採業、石油煤炭及其他燃料加工業、黑色金屬冶煉和壓延加工業、有色金屬冶煉和壓延加工業、化學原料和化學製品製造業、煤炭開採和洗選業，合計影響PPI同比漲幅擴大約0.49個百分點。

貿易戰硝煙再起，市場悲觀情緒有所緩解。7月10日，美方表示要對價值2000億美元的中國商品額外加征10%關稅。中美貿易戰加速升級恐怕將不可避免。我們認為，世界經濟儼然已融為一體，貿易戰只能兩敗俱傷，但是從時間上來看，中美貿易波動可能會持續較長時間，是一場持久的拉鋸戰，市場逐漸消化悲觀情緒。

高溫多雨需求回落，資金避險情緒嚴重。鋼：環保限產捲土重來，供需偏緊價格堅挺。近期環保限產使得鋼材供需偏緊，今年淡季相較往年表現不明顯，使得螺紋鋼價格較為堅挺。需要注意的是，需求下降可能只是時間上的延後。銅：貿易戰爆發，抑制有色金屬價格上漲。銅價受智利銅礦供給增加及貿易戰的雙重影響，需求淡季已至，預計後期繼續走弱可能性加大。鋁：鋁價疲弱倒逼企業

減產，價格有望小幅反彈。滬鋁反復震盪於14000點附近，仍處於橫盤調整階段，但是由於當前中美貿易戰打壓鋁價，使得鋁企利潤減少，承壓縮減供給，本周價格有望小幅回升，但是考慮到正值消費淡季，上漲幅度有限。原油：供給增加，油價承壓。利比亞及OPEC增產，原油供給增加，上周油價大幅下降。但是美國EIA原油庫存意外大幅下降，利多油價。未來油價仍取決於供需博弈。股指小幅反彈不改長期築底趨勢。上周滬深300主力連續合約周漲4.46%，上證50期貨主力連續合約上漲3.49%，中證500期貨主力連續合約下跌4.91%。貿易戰悲觀情緒有所緩解，前一周市場超跌，上周小幅回調。儘管上證綜指前一周創出兩年新低，中證500股指期貨已經由多單重回空單，但上周滬深300期指空頭大幅回落，市場對貿易戰的悲觀情緒不斷消化。申萬一級板塊上周全部上漲，無一下跌。漲幅最大的前三位為休閒服務、醫藥生物、建築材料。上證綜指3000上方是反彈的強阻力位，預計下半年築底仍是主要趨勢。

風險提示：貿易戰不確定性，場外增量資金入市有限。

行業研究

石油天然氣：6月原油進口量同比減少，每桶進口均價接近74美元——6月原油成品油進出口數據分析

原油價格窄幅震盪，進口量有所下滑。2018年6月，布倫特原油月度均價為75.96美元/桶，環比微跌0.98美元/桶（-1.3%），國際原油價格窄幅震盪。2018年6月，我國原油進口量為3435萬噸，同比-4.9%，環比-12.0%，原油月度進口量有所下滑。2018年6月日均原油進口量為114.5萬噸，連續兩個月下滑。1-6月累計原油進口量2.25億噸，同比+5.9%。

2018年6月原油進口均價接近74美元/桶。6月我國原油進口均價為73.83美元/桶，環比上漲4.27美元/桶（+6.14%）。由於2018年6月國際油價震盪，預計2018年7月原油進口均價基本與6月持平。2018年6月我國成品油出口量大幅增長。6月份我國成品油出口量478萬噸，同比+13.8%，環比-22.1%，成品油出口量同比大幅增長；成品油進口量222萬噸，淨出口256萬噸。1-6月，我國成品油累計出口3033萬噸，同比+28.0%，累計進口量1649萬噸，累計淨出口1385萬噸，同比+59.9%。

2018年5月原油加工量同比增長（數據延遲1個月）。2018年5月我國原油加工量為5066.0萬噸，同比+8.66%，環比+2.17%。2018年1-5月，我國累計原油加工量2.45億噸，同比+6.9%。

2018年5月成品油產量同比增長（數據延遲1個月）。2018年5月我國成品油產量為3067.4萬噸，同比+3.4%，環比+1.7%；汽油、煤油、柴油產量分別為1145.5萬噸、407.5萬噸、1514.4萬噸，同比分別為+2.9%、+20.4%、+0.0%，單月柴汽比1.32。1-5月，成品油、汽油、煤油、柴油累計產量分別為1.51億噸、5728萬噸，1900萬噸和7432萬噸，分別同比+3.2%，+5.1%，+11.8%和-0.1%。2018年6月乙烯-石腦油價差恢復到700美元/噸。在我們跟蹤的九種石化產品中，苯、甲苯、LLDPE、LDPE價差環比微降，其他產品6月價差環比均有所擴大。其中乙烯-石腦油價差重新回到700美元/噸，環比擴大17.4%。

投資建議：美國對伊制裁或引起伊朗原油產量和出口量的減少，對當前全球原油供需平衡造成影響，進而影響油價。關注油價反彈五類投資機會：油氣開採、石油煉化、油服設備、煤化工、綜合油氣。重點關注上市公司：繼續高景氣的PTA-滌綸產業鏈（桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化）、估值低且業績彈性較大的中國石化、C3/C2產業鏈共同發展的衛星石化、逐步聚焦於天然氣主業的新奧股份。

風險提示：原油價格大幅波動；美國葉岩油產量增長高於預期；原油需求不及預期。

建築材料：基建投資拖累固投增長，短期受資金因素影響

2018年上半年基建投資拉低整體固投增速。2018年上半年全國固定資產投資（不含農戶）同比增長6%，增速較1-5月下降0.10個pp，其中，製造業投資增長6.8%，增速繼續提升1.60個pp；基礎設施投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）同比增長7.3%，增速較1-5月回落2.10個pp，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業投資同比下降10.30%，較1-5月份降幅收窄0.50個pp；房地產開發投資同比增長9.7%，增速較1-5月回落0.5個pp。2018年6月份，單月固投增長5.71%，增速較5月提升1.85個pp，其中製造業投資同比增長11.34%，增速提升5.17個pp，基建投資（不含電熱氣水）同比增長0.89%，增速繼續回落1.40個pp，基建投資（含電熱氣水）同比下降0.93%，降幅收窄0.21個pp，房地產開發投資同比增長8.41%，增速繼續回落1.38個pp。

短期基建受資金影響，政府債發行減少及非標萎縮，拖累基建投資增速放緩。短期來看，資金到位放緩，工程進度受到影響，基建投資增速下滑：2018年上半年地方政府債發行1.41萬億元，較2017年上半年1.86萬億元下降24.18%，主要因為在監管趨嚴及金融去杠杆背景下，債券發行成本增加，發債受到影響。

下半年新增政府債發行預計提速，城投債發行不樂觀，淨融資額有限，非標萎縮是趨勢。我們認為新增政府債下半年發行有望提速，全年地方政府債新增限額為2.18萬億元（其中一般債8300億元，專項債1.35萬億元），較2017年全年的1.63萬億元限額增長33.74%，而上半年新增債少於2017年上半年，下半年發行有望提速。非標方面，在資管新規下，非標轉標，非標繼續萎縮將是趨勢。此外，我們預計城投債發行不樂觀，一方面，債務違約頻發，資金對債券信用主體要求提升；另一方面，財政部嚴控地方政府債務水平，並嚴查隱形債務，對城投平臺支持有限，數據顯示，2018年6月份城投債發行額及淨融資額均低於2017年6月，而7月初至今，城投債僅發行238億元，2018年下半年將有7467億元城投債到期，城投平臺資金壓力巨大。

二季度央企新簽訂單呈放緩趨勢，並受環保及原材料價格上漲影響，建築企業毛利率出現下降。公告數據顯示，央企二季度新簽訂單有下滑壓力，我們認為主要受PPP規範及項目庫清理及央企降杠杆影響，落地PPP項目延緩或取消。

中長期來看，我們建議關注建築行業的三類投資機會。建築公司估值的不斷消化本身就是投資機會的孕育，在建築行業邏輯出現邊際修復前，我們可以選擇繼續等待，但對前景，我們並不悲觀。從

中長期角度看，我們可以關注階段性基建穩增長政策觸發的小週期行情、投資結構變化蘊含的細分領域機會和行業集中度提升機會。

風險提示。政策風險、投資下滑風險、信用風險。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、

其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。