



Committed to Improving
Economic Policy.

www.cbri.org

Weekly Outlook

2020.6.12(YicaiRI WO20-164)

吴越 赵健榆/第一财经研究院研究员

wuyue@yicai.com

市场跟踪

市场与监管

评级机构观点跟踪

穆迪：美联储 2023 年下半年前不可能加息

摘要

根据 FactSet 的估计,2020 年二季度标普 500 指数成份股公司的每股综合收益可能会同比下降 43%。市场预测 EPS 在 2020 年全年下跌 21.1% 后将在 2021 年增长 28.2%，这表明市场相信 EPS 将强劲复苏。值得注意的是对持续的超低国债收益率的预期意味着市场对公司未来收益的现值估计更高。

穆迪表示，美联储加息可能需要失业率低于 5%。根据彭博社 5 月的预测，2022 年的平均失业率为 6.5%。因此，美联储下一次加息最早可能要等到 2023 年下半年。

利差缩小、收益率下降和股市上扬促使 4 月和 5 月美国高收益债券发行再度升温，穆迪预计 6 月投机级债券发行量将至少达到 320 亿美元，二季度的发行增速同比或达 12%。流动性需求明显上升和极具吸引力的

借贷环境促使美国投资级债券发行空前活跃。穆迪预计，2020 年二季度以美元计价的美国投资级公司债券发行量可能达到 7410 亿美元，同比涨 132%。

6 月 1 日，中国人民银行会同另外 4 家监管机构为地方银行的普惠贷款联合创设了两个货币政策工具。穆迪表示，在当前较弱的经济环境下，上述货币政策工具将改善符合条件的银行的盈利能力，并缓解部分小微企业迫在眉睫的贷款逾期压力。然而，上述工具不会解决这些企业固有的资产风险，这仍将是银行的顾虑所在。

高频经济数据显示，美国 5 月国内生产总值（GDP）同比收缩的负面效应有所减弱。根据惠誉的月度经济活动跟踪指数，4 月是美国经济活动的低谷。

截至 6 月 12 日的一周，三大评级公司共对 3 个国家或地区主权信用评级采取负面评级行动，它们是日本、哥斯达黎加和乌兹别克斯坦，影响仍主要来自新冠疫情。

根据万得数据，截至 6 月 12 日的一周，国内评级机构对国内发债主体采取负面评级行动 2 次，今年总数为 70 次。截至 6 月 12 日的一周，评级下调 2 次，遭评级下调企业属交通运输行业和电、煤气及水生产和供应业，今年累计下调 26 次。

过去一周，国内债券主体评级获正面评级行动家数 20 家，数量明显增多。

过去一周，国内债券违约 1 起，涉及公司为青海盐湖工业股份有限公司。

正文

【一周经济观点】

穆迪：美联储 2023 年下半年前不可能加息。（2020.6.4）

根据 FactSet 的估计,2020 年二季度标普 500 指数成份股公司的每股综合收益可能会同比下降 43%。市场预测 EPS 在 2020 年全年下跌 21.1% 后将在 2021 年增长 28.2%，这表明市场相信 EPS 将强劲复苏。值得注意的是对持续的超低国债收益率的预期意味着市场对公司未来收益的现值估计更高。在其他条件相同的情况下，国债收益率越低，股票市值和市盈率越高。未来数年股票市场可能都不会面临来自债券市场的竞争。根据蓝筹金融预测公司 (blue-Chip Financial Forecast) 的预期，在 2023 年之前 10 年期美国国债的平均收益率不会超过 2%。五年期美国国债平均收益率将在 2024 年首次超过 2%。具体的，2020-2023 年 10 年期美国国债平均收益率预计分别为 0.9%、1.2%、1.5%和 2.1%；5 年期国债平均收益率分别为 0.62%、0.7%、1.1%、1.7%，2024 年为 2.2%。

穆迪表示，美联储加息可能需要失业率低于 5%。市场预测显示，美国实际 GDP 增速要到 2022 年下半年才有可能恢复到 2019 年四季度时的高点。该经济增速的展望暗示联邦基金利率中值直到 2022 年下半年都将维持在目前的 0.125%。根据 2008 年金融危机后的经验，可能需要等待很久才会看到联邦基金利率的上升。2015 年底开始加息时美国的失业率已经下降到 4.8%。根据彭博社 5 月的预测，2022 年的平均失业率为 6.5%。因此，美联储 2023 年下半年前不可能加息。

股市反弹假设核心利润将改善。通常，企业核心利润和股票市值两者的同比变化存在正相关关系。美国股市最新的反弹预示了企业核心利润将在 2021 年反弹，以及国债收益率将保持在低位。企业核心利润不包括特殊损益和存货估值的变动，并使用经济折旧替代会计折旧。

投机级收益率的下降支持了高收益债券的发行。彭博/巴克莱投机级债券收益率和利差从 2020 年 1 至 2 月的平均值 5.28% 和 360 个基点升至 3 月 23 日的 11.69% 和 1100 个基点的高点，这使得 2020 年 3 月高收益债券的发行量同比下降 74% 至 40 亿美元。但是，投机级债券的收益率和利差在随后跌至 6 月 3 日的 6.27% 和 562 个基点。利差缩小、收益率下降和股市上扬促使 4 月和 5 月以美元计价的高收益债券发行再度升温，这通常会提振流动性和再融资。在 4 月发行量同比增长 25% 之后，5 月的发行增速升至 40%。在 4 月和 5 月发行了 410 亿美元和 470 亿美元之后，高收益债券 6 月前三个交易日的发行量近 80 亿美元，远远超出了预期。穆迪预计 6 月以美元计价的投机级债券发行量将至少达到 320 亿美元，第二季度的发行增速同比或达 12%。

投资级债券发行量创纪录。彭博/巴克莱投资级债券收益率和利差从 2020 年 1 至 2 月的平均值 2.65% 和 99 个基点飙升至 3 月底的 4.58% 和 373 个基点后，下跌至 6 月 3 日的 2.35% 和 160 个基点。流动性需求明显上升和极具吸引力的借贷环境促使以美元计价的投资级债券发行空前活跃。2020 年 3 月和 4 月连续创下 2680 亿美元和 3040 亿美元的发行纪录高点。之后 5 月投资级债券发行规模放缓至 2670 亿美元，规模仍然很大。2020 年 3-5 月期间，债券发行量较上年同期增长了 138%。6

月前三个交易日，投资级债券发行总额为 410 亿美元。整个 6 月发行总额可能达到 1700 亿美元，比 2019 年 6 月的 1000 亿美元高出 70%。因此，2020 年二季度以美元计价的投资级公司债券发行量可能达到 7410 亿美元，同比涨 132%。

此外，充足的流动性也将使并购活动发挥建设性作用。

穆迪：中国货币政策新工具将改善地方银行的盈利能力，但资产风险仍然较高。（2020.6.3）

6 月 1 日，中国人民银行会同另外 4 家监管机构为地方银行的普惠贷款联合创设了两个货币政策工具。普惠贷款指单户授信在 1000 万元及以下的小微企业贷款。穆迪表示，在当前较弱的经济环境下，上述货币政策工具将改善符合条件的银行的盈利能力，并缓解部分小微企业迫在眉睫的贷款逾期压力。然而，上述工具不会解决这些企业固有的资产风险，这仍将是银行的顾虑所在。

表 1 中国普惠贷款新工具

Weekly Outlook

	普惠小微企业贷款延期支持工具	普惠小微企业信用贷款支持计划
目的	减轻小微企业还款压力	鼓励向小微企业发放无抵押信用贷款
目标银行	地方法人银行业金融机构*	符合条件的地方法人银行业金融机构(最新央行评级1级至5级)
目标贷款	本应于2020年6月1日至12月31日期间到期的普惠小微信用贷款,贷款本金已经延期最长至2021年3月31日	2020年3月1日至12月31日期间新发放的普惠小微信用贷款,贷款期限不少于6个月
支持工具规模	人民币400亿元再贷款资金	人民币4,000亿元再贷款专用额度
受影响贷款规模(人行估计)	人民币3.7万亿元	人民币1万亿元
具体操作	人行通过特定目的工具(SPV)与地方法人银行签订利率互换协议,向地方法人银行提供激励,激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%	人行通过特定目的工具(SPV)与地方法人银行签订信用贷款支持工具协议,根据合同,人行将“购买”符合条件的新发放普惠小微信用贷款的40%。购买上述贷款的资金,放贷银行应于购买之日起满一年时按原金额返还
对银行的影响	银行继续保有相关贷款,同时通过相关安排,银行可获得延期贷款本金的1%作为激励资金	委托放贷银行管理,购买部分的贷款利息由放贷银行收取,坏账损失也由放贷银行承担。通过相关机制,银行也可获得优惠的资金成本

来源: 穆迪

两个工具分别是普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。第二个工具下的资金成本为零,而近几个月再贷款资金的利率为2.5%。新货币政策工具带来的激励和节约的成本将提升符合条件的地方法人银行的盈利能力。穆迪预计节约的资金有望达到470亿元,并可使银行的总资产收益率提高大约5个基点。考虑到信贷成本上升和贷款利率下降已导致一季度中国地方银行的总资产收益率同比下降了8-9个基点,上述提升可谓重大改善。

但是,货币政策新工具不会降低符合条件的银行的资产风险,原因是银行仍将承担普惠贷款的信用风险。利用新工具下的资金也可能会提高银行对小微企业借款人的信贷敞口。该风险体现在2019年底普惠小微贷款的不良率为3.22%,远高于所有银行贷款1.86%的不良率。

信用贷款支持工具仅限于符合条件的银行(即最新央行评级1-5级

的银行)可能会缓解资产风险。穆迪预计该工具将扩大管理较好的银行与其同业之间的信贷表现差距。

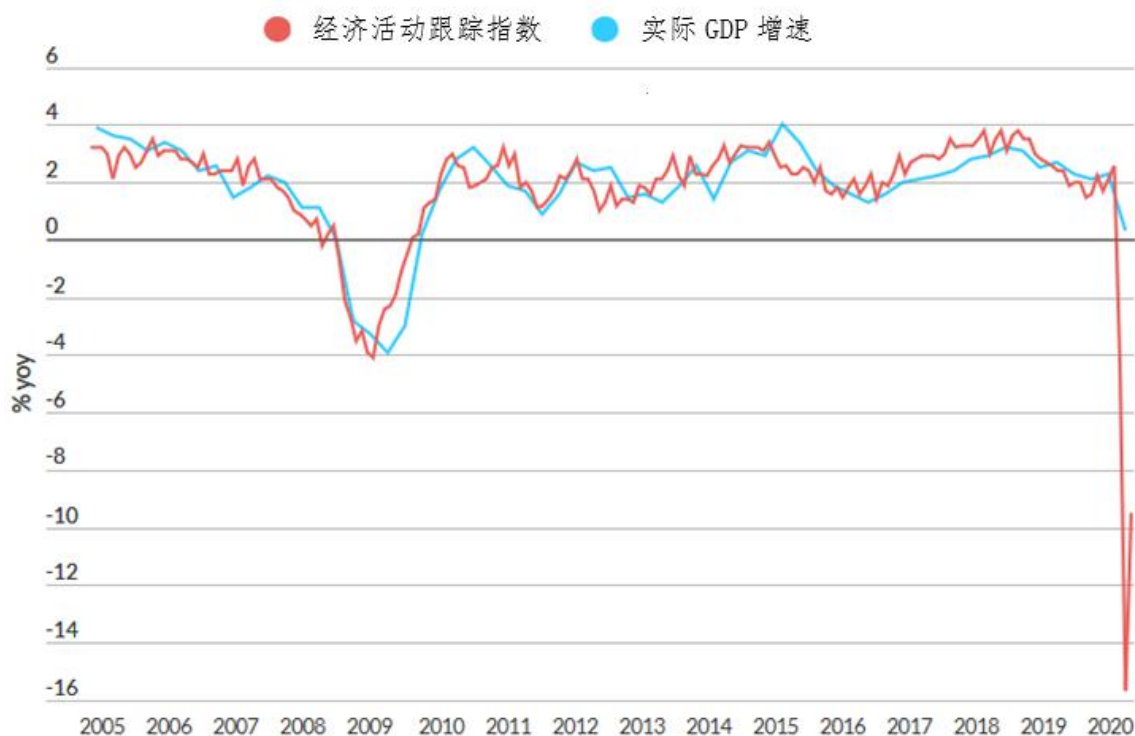
惠誉：美国 5 月 GDP 同比跌幅下降。（2020.6.9）

高频经济数据显示，美国 5 月国内生产总值（GDP）同比收缩的负面效应有所减弱。根据惠誉的月度经济活动跟踪指数，4 月是美国经济活动的低谷。

跟踪指数显示，4 月份美国产出同比下降约 15.5%。在此期间，美国许多州都推出了严格的封锁措施。随着 5 月全国各地的封锁措施逐渐放松，经济数据看起来有所好转，5 月产出同比下降约 9.5%。惠誉预测，美国 GDP 在二季度将同比下降 10.5%左右，随着严格的限制措施逐步解除，4 月之后数据持续改善。这与 4 月中旬以来首次申请失业救济人数减少以及调查结果改善相一致。

惠誉的月度 GDP 增长统计预测模型包含了 23 个高频数据系列，包括劳动力市场指标（如首次申领失业救济人数）、企业和消费者调查（如 PMI）以及生产数据。

图 1 美国实际 GDP 增速跟踪



来源：惠誉

【主权信用评级】

截至6月12日的一周，三大评级公司共对3个国家或地区主权信用评级采取负面评级行动，它们是日本、哥斯达黎加和乌兹别克斯坦，影响仍主要来自新冠疫情。

● 一周主权评级下调

标普将日本长期本、外币主权信用评级 A+ 的展望由正面调为稳定，确定其短期本、外币主权信用评级为 A-1。依据为疫情使该国财政稳定进程倒退，庞大的财政赤字将对总体政府债务占 GDP 比例构成上行压力。

(2020.6.9)

标普将哥斯达黎加长期本、外币主权信用评级由 B+ 下调至 B，展望

负面，确定其短期本、外币主权信用评级为 B。依据为疫情使该国 2020 和 2021 年 GDP 收缩，政府财政状况持续恶化，政策不确定性加大。

(2020.6.9)

标普将乌兹别克斯坦长期本、外币主权信用评级 BB- 的展望由稳定调为负面，确定其短期本、外币主权信用评级为 B。依据为该国外债增速超预期，预计到 2020 年底其外部流动资产将不足以覆盖外债。

(2020.6.5)

● 一周主权评级上调

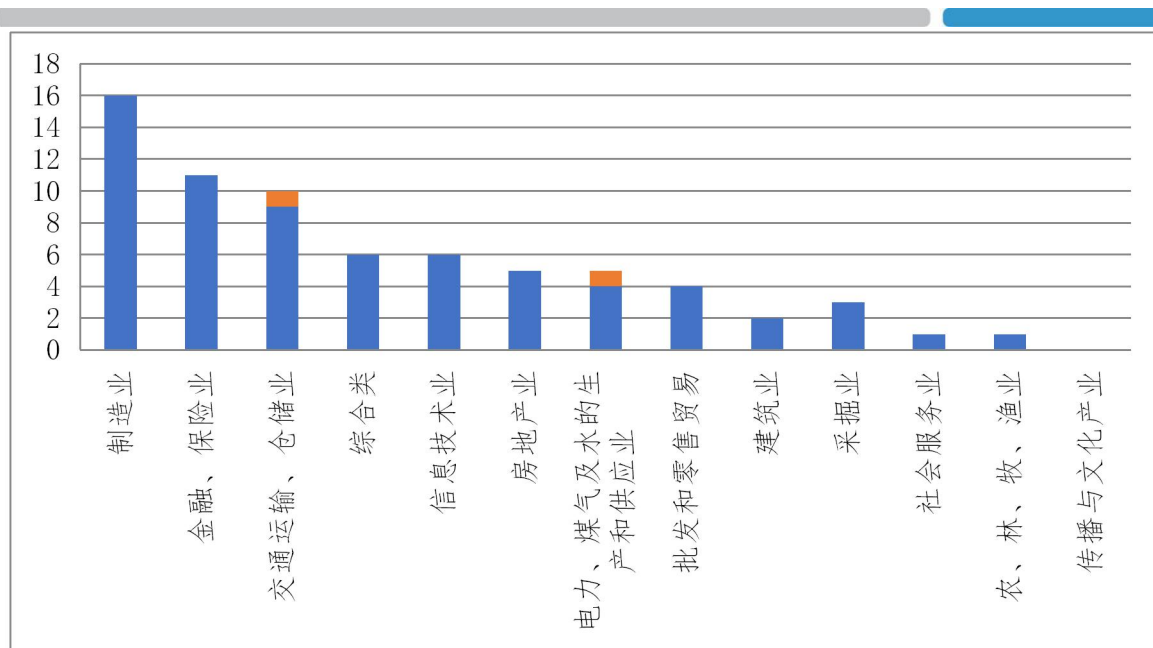
无。

【国内发行人信用评级】

根据万得数据，截至 6 月 12 日的一周，国内评级机构对国内发债主体采取负面评级行动 2 次，今年总数为 70 次。截至 6 月 12 日的一周，评级下调 2 次，遭评级下调企业属交通运输行业和电、煤气及水生产和供应业，今年累计下调 26 次。

图 2 国内发债主体评级预警行业分布

Weekly Outlook



注：橙色为新增。

来源：第一财经研究院、Wind

表 2 一周国内企业发行人信用评级下调

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
北京桑德环境工程有限公司	CC		2020-06-11	B		2020-03-09	中诚信
安通控股股份有限公司	CC		2020-06-10	BB+		2020-03-27	上海新世纪

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周，国内债券主体评级获正面评级行动家数 20 家，数量明显增多。

表 3 一周国内企业发行人信用评级上调

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
新疆生产建设兵团第十二师国有资产	AA+	稳定	2020-06-10	AA	稳定	2020-03-02	中诚信

Weekly Outlook

产经营(集团)有限责任公司							
湖南邵东生态产业园开发建设投资有限责任公司	AA	稳定	2020-06-10	AA-	稳定	2019-06-11	中证鹏元
山西建设投资集团有限公司	AAA	稳定	2020-06-10	AA+	稳定	2020-02-19	上海新世纪
厦门象屿股份有限公司	AAA	稳定	2020-06-09	AA+	稳定	2019-10-14	联合资信
龙岩市汇金发展集团有限公司	AA+	稳定	2020-06-09	AA	稳定	2019-07-25	大公
泰州鑫泰集团有限公司	AA+	稳定	2020-06-08	AA	稳定	2020-03-13	联合资信
天津泰达投资控股有限公司	AAA	稳定	2020-06-08	AA+		2020-05-28	中诚信
德阳发展控股集团有限公司	AA+	稳定	2020-06-08	AA	稳定	2019-08-15	联合资信
安庆市城市建设投资发展(集团)有限公司	AA+	稳定	2020-06-08	AA	稳定	2019-06-26	大公
福建省电子信息(集团)有限责任公司	AAA	稳定	2020-06-08	AA+	稳定	2019-06-20	联合信用
上海水务资产经营发展有限公司	AAA	稳定	2020-06-08	AA+	稳定	2019-06-21	远东资信
天津泰达股份有限公司	AA-	稳定	2020-06-08	A+	稳定	2008-07-28	中诚信
贵州铁路投资有限责任公司	AAA	稳定	2020-06-05	AA+	稳定	2020-01-19	东方金诚
常州市晋陵投资集团有限公司	AA+	稳定	2020-06-05	AA	稳定	2019-09-09	上海新世纪
杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司	AA+	稳定	2020-06-05	AA	稳定	2019-06-24	大公
大唐融资租赁有限公司	AAA	稳定	2020-06-04	AA+	稳定	2019-06-28	上海新世纪
杭州余杭交通集团有限公司	AAA	稳定	2020-06-04	AA+	稳定	2020-06-01	中证鹏元
新郑新区发展投资有限责任公司	AA+	稳定	2020-06-04	AA	稳定	2019-09-06	东方金诚
山东宏河控股集团有限公司	AA	稳定	2020-06-04	AA-	稳定	2020-03-24	中证鹏元
台州银行股份有限公司	AAA	稳定	2020-06-04	AA+	稳定	2019-11-07	中诚信

来源：第一财经研究院、Wind

【国内债券违约】

过去一周，国内债券违约 1 起，涉及公司为青海盐湖工业股份有限公司。

表 4 一周国内债券违约

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(%)	公司性质
青海盐湖工业股份有限公司	15 盐湖 MTN001	2020-06-11	2020 年 6 月 11 日是青海盐湖工业股份有限		BB	BB	AAA	20.00	4.99	地方国有企业

Weekly Outlook

			公司 2015 年度第一期中期票据的付息日。截至当日日终, 银行间市场清算所股份有限公司仍未收到青海盐湖工业股份有限公司支付的付息资金。							
--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

来源：第一财经研究院、Wind

第一财经研究院《评级机构观点跟踪 Rating Weekly Outlook》（以下简称《评级周报》）汇集每周评级机构最新评级动态及重点经济研究报告精华。《评级周报》的跟踪重点为全球与中国经济和金融分析、主权和行业信用展望及发行人信用评级变动。跟踪范围包括三大国际评级机构（穆迪、标普、惠誉）及国内评级机构。

