



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Weekly Outlook

2020.7.23(YicaiRI WO20-187)

吴越 赵健榆/第一财经研究院研究员

wuyue@yicai.com

www.cbnri.org

市场跟踪

市场与监管

### 评级机构观点跟踪

## 穆迪：中国经济在政策支持下持续恢复，但仍面临挑战

### 摘要

穆迪表示，虽然存在外部挑战，但中国的经济持续恢复，然而随着政府通过维持有利信用环境来支持公司及居民部门的经济活动复苏，中国整体经济杠杆水平将上升。

标普表示，中国二季度实际 GDP 增长 3.2%，超出市场预期。然而，月度数据显示，需求特别是消费和出口需求仍然疲软。在需求回升之前，通胀水平可能仍然会很低。中国人民银行目前的目标是稳定名义利率，这意味着通货膨胀水平将影响实际利率和偿债成本。

穆迪表示，由于新冠肺炎疫情削弱经济增长，并造成严重的信用冲击，2020 年中国非金融企业将出现利润增速放缓或利润水平下降。不过，随着 GDP 的回升，2021 年企业利润增速有望恢复。穆迪预计非金融企业的信用质量将会趋弱，尤其是处于薄弱行业的企业，其受到收入和利润

率下降及供应链中断的影响最大。

过去一周（7月17日至7月23日），三大国际评级公司共采取了1次负面主权信用评级行动，针对埃斯瓦蒂尼。由于不良债务重组结束，标普和惠誉均上调了苏里南的主权评级。

2020年以来（截至7月23日），国内8家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了186次负面评级行动，其中评级调降104次，负面展望调整82次。截至7月23日的过去一周，仅增加了1次评级下调。根据万得二级行业分类，负面评级行动最多的行业是资本货物业，也是过去一周违约企业数最多的行业。

过去一周（7月17日至7月23日），国内债券主体遭负面评级行动1次，涉及企业为中融新大集团有限公司；国内债券主体评级上调企业13家，按照万得一级行业分类，6家属金融业（5家属银行业），5家属工业，另两家分别属可选消费和公用事业。按企业性质看，12家属地方国有企业，1家为民营企业。

过去一周（7月16日至7月23日），国内债券违约5起，涉及华讯方舟科技有限公司、中融新大集团有限公司、南京建工产业集团有限公司、华讯方舟科技有限公司、北讯集团股份有限公司。根据万得二级行业分类，两家属于技术硬件与设备，三家属于资本货物业（具体分属贸易与工业品经销商、建筑与工程和建筑产品业）。按企业性质看，它们均属民营企业。

## 正文

### 【一周经济观点】

**穆迪：中国经济在政策支持下持续恢复，但仍面临挑战。（2020. 7. 22）**

穆迪表示，虽然存在外部挑战，但中国的经济持续恢复，然而随着政府通过维持有利信用环境来支持公司及居民部门的经济活动复苏，中国整体经济杠杆水平将上升。

穆迪预计受全面经济刺激和宽松货币政策推动的二季度经济小幅恢复趋势将持续至 2021 年全年。但趋弱的外部需求和中美关系不确定性上升仍将令增长面临风险。

由于 GDP 下滑和规模较大的信用刺激，2020 年一季度中国经济杠杆水平全面上升。未来若 GDP 恢复速度超过疫情后的信用扩张速度，几个季度后杠杆率将有望回落。

随着国家导向型投资和经济活动再次成为关键增长动力，公共部门的杠杆水平将上升。中央政府和国有企业将继续作为刺激措施的主要承担者，国企的杠杆率因支持基建投资而上升。

与此同时，地方政府仍将依赖中央政府转移支付和地方政府融资平台来支持基建投资及公共支出，在经济增速放缓和税费减免期限延长的背景下，地方政府的运营赤字可能进一步上升。

宽松的货币政策缓解了企业部门的总体信用环境，但各部门的情况存在重大差异。具体而言，疫情加重了投资者对民企的避险情绪，并加大了信用实力较弱的民企的融资难度。随着经济环境逐步改善，市场对

民企的避险情绪一定程度上有可能缓解。

监管措施令金融部门的系统性风险总体得到控制。但银行资产质量有所转弱，影子银行规模在刺激政策下再次扩张。

### 标普：中国经济复苏仍需刺激。（2020.7.21）

标普表示，中国二季度实际 GDP 增长 3.2%，超出标普和市场预期，然而月度数据显示，中国的需求特别是消费和出口需求仍然疲软。在需求回升之前，通胀水平可能仍然会很低。中国人民银行目前的目标是稳定名义利率，这意味着通货膨胀水平将影响实际利率和偿债成本。

中国二季度实际 GDP 增长 3.2%，这表明中国经济正顺利复苏，全年可能增长超过 2%，明显高于标普预测的 1.2%。然而，月度数据显示，中国的需求特别是消费和出口需求仍然疲软。高频数据显示，对基础设施和房地产的投资是目前推动经济反弹的主要动力。相关投资可以提高工业生产水平。但消费仍然疲弱。零售销售虽正在企稳，但即使是在 6 月份零售额也低于去年同期。标普认为，要使经济复苏能够自我维持，需要消费者支出的决定性回升。具体来说，需要看到零售额增速升至 8% 以上。

中国消费者仍然谨慎。中国家庭收入的增长恢复缓慢，2020 年二季度收入仅同比上升了 1.5%，远低于此前接近 8% 的增长趋势。收入复苏缓慢在一定程度上反映了就业市场疲软，中国消费者经历的收入冲击还需要一段时间才能消散。虽然调查失业率正在下降，但它可能低估了劳动力市场的疲软程度。其他指标，如服务业采购经理人指数调查中的就业指数，显示大多数雇主在 6 月份仍在裁员，谨慎的消费者意味着更高

的储蓄率和更少的支出。

目前，中国人民银行保持名义利率的稳定，通胀水平下降意味着实际利率正在上升。另一方面，中国人民银行的政策利率只是公共部门、企业和家庭借款人支付的最终利率水平的一个因素，其他因素还包括放款人要求的风险溢价和时间溢价（这是收益率曲线向上倾斜的原因）。

### **穆迪：下调中国非金融企业 2020 年利润预测。（2020.7.21）**

穆迪表示，由于新冠肺炎疫情削弱经济增长，并造成严重的信用冲击，2020 年中国非金融企业将出现利润增速放缓或利润水平下降。不过，随着 GDP 的回升，2021 年企业利润增速有望恢复。穆迪预计非金融企业的信用质量将会趋弱，尤其是处于薄弱行业的企业，其受到收入和利润率下降及供应链中断的影响最大。

在此背景下，穆迪在 2019 年底的评估基础上调整了对受评中国非金融企业财务和杠杆率的预测。调整幅度最大的是汽车及其相关行业、油气及油田服务业的企业，穆迪将上述企业 2020 年收入和利润的预测下调了 15%-30%。对于汽车制造商和经销商，收入与利润下降将提高其杠杆率或延缓去杠杆进程。穆迪预计 2021 年经济环境好转后，上述企业的利润水平将会逐步恢复。

三大国有石油公司由于规模大、业务多元，融资渠道顺畅，加上政府大力支持，可助其维持稳定的信用质量。随着上述公司的息税及折旧前利润率（EBITDA）因油价上涨而提高，2021 年其信用质量有望改善。

互联网及科技企业的收入和利润预测各有起落。由于疫情增加了消费者上网的时间和支出，穆迪将受评互联网服务企业的收入和利润预测

分别都上调了 5%-10%左右。尽管如此，中国经济增长放缓将对网络广告公司的利润产生压力，因而穆迪将对此类公司的利润预测下调了 5%-10%。

穆迪也将化工、建筑与工程、食品与饮料业、制造业、金属及采矿业受评企业的收入与利润预测分别都下调了 5%-10%。经济增长放缓和需求疲弱导致此类企业的收入增长减缓或收入下降，进而将降低其利润率。

但是，在消费情况改善、新项目开工、进军新业务和大量未完成订单的带动下，2020 年底受评企业利润状况应可好转。

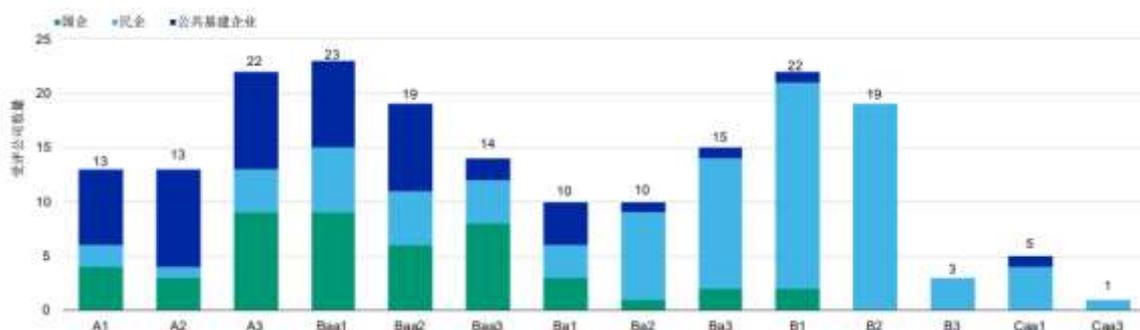
图 1 各行业信用趋势

(截至 2020 年 6 月 30 日受评公司数量)



来源：穆迪

图 2 受评非金融企业和基建企业的评级分布



## 【主权信用评级】

过去一周（7月17日至7月23日），三大国际评级公司共采取了1次负面主权信用评级行动，针对埃斯瓦蒂尼。由于不良债务重组结束，标普和惠誉均上调了苏里南的主权评级。

### ● 一周主权评级下调

穆迪将埃斯瓦蒂尼长期发行主体及高级无担保债务评级由 B2 下调至 B3，展望由负面调为稳定。依据为疫情导致的收入冲击使该国财政赤字加大，且该国财政实力较弱，债务负担将持续恶化。（2020. 7. 20）

### ● 一周主权评级上调

标普将苏里南长期本、外币主权信用评级分别由 CCC-和 SD 上调至 CCC，将短期外币主权评级由 SD 上调为 C，确认其短期本币主权评级为 C。评级调整反应了7月9日债券持有人同意修改债券条款后该国的信用状态。（2020. 7. 16）

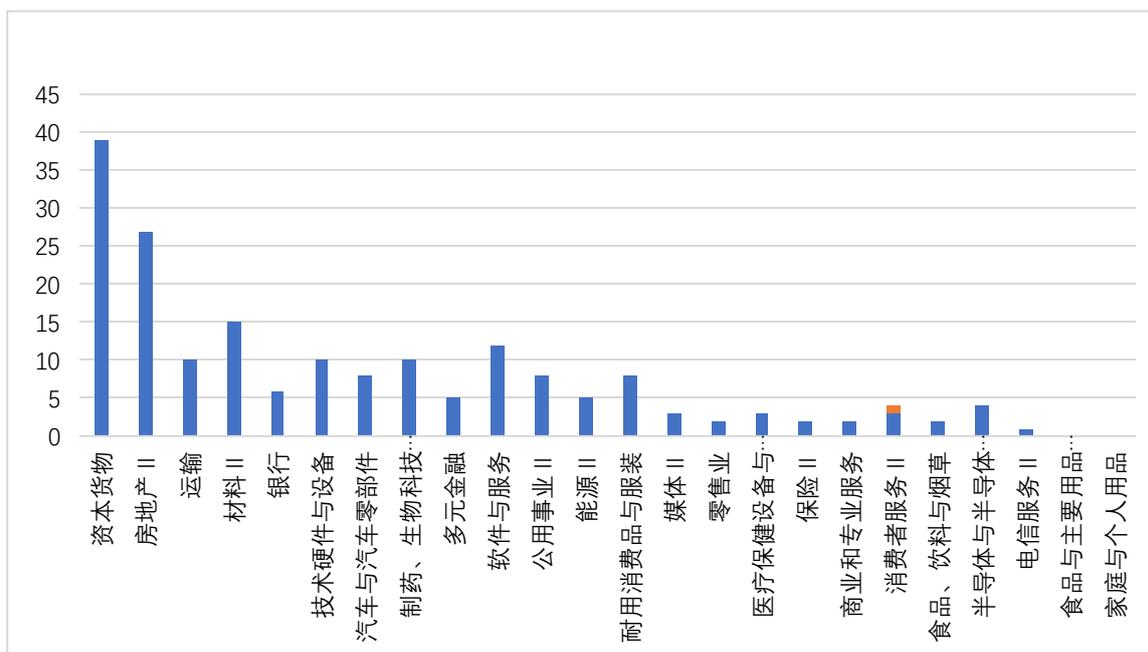
惠誉将苏里南长期外币主体违约等级由 RD 上调至 CC。依据是该国完成了不良债务重组。（2020. 7. 13）

## 【国内发行人信用评级】

2020年以来（截至7月23日），国内8家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了186次负面评级行动，其中评级调降104次，负面展望调整82次。截至7月23日的过去一周，仅增加了1次评级下调。

根据万得二级行业分类，负面评级行动最多的行业是资本货物业，也是过去一周违约企业数最多的行业。

图 3 2020 年截至 7 月 23 日国内发债主体遭负面评级行动行业分布



注：橙色为过去一周（7月17日至7月23日）新增。资本货物二级行业包含航空航天与国防III、建筑产品III、建筑与工程III、电气设备、机械等三级行业。

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（7月17日至7月23日），国内债券主体遭负面评级行动 1 次，涉及企业为中融新大集团有限公司。

表 1 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
中融新大集团有限公司	C	负面	2020-07-21	BB	负面	2020-05-29	联合资信

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（7月17日至7月23日），国内债券主体评级上调企业13家。根据万得一级行业分类，6家属金融业（5家属银行业），5家属工业，两家分属可选消费和公用事业。按企业性质，12家属地方国有企业，1家为民营企业。

表2 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
桂林银行股份有限公司	AAA	稳定	2020-07-21	AA+	稳定	2019-07-29	大公
临汾市投资集团有限公司	AA+	稳定	2020-07-21	AA	稳定	2020-05-27	大公
六安农村商业银行股份有限公司	AA-	稳定	2020-07-21	A+	稳定	2019-07-26	大公
蕲春县国建投资有限公司	AA	稳定	2020-07-21	AA-	稳定	2019-06-24	中证鹏元
嘉兴银行股份有限公司	AA+	稳定	2020-07-21	AA	稳定	2019-07-29	东方金诚
武汉旅游发展投资集团有限公司	AA+	稳定	2020-07-20	AA	稳定	2020-02-07	联合资信
恒力集团有限公司	AAA	稳定	2020-07-17	AA+	稳定	2019-06-26	大公
沭阳金源资产经营有限公司	AA+	稳定	2020-07-17	AA	稳定	2019-06-27	中证鹏元
盐城高新区投资集团有限公司	AA+	稳定	2020-07-17	AA	稳定	2019-07-26	中诚信
江苏如皋农村商业银行股份有限公司	AA+	稳定	2020-07-16	AA	稳定	2019-06-21	大公
广东南海农村商业银行股份有限公司	AAA	稳定	2020-07-16	AA+	稳定	2019-07-23	联合资信
云南省水利水电投资有限公司	AA+	稳定	2020-07-16	AA	稳定	2019-07-25	联合资信
太原市龙城发展投资集团有限公司	AAA	稳定	2020-07-16	AA+	稳定	2019-12-25	上海新世纪

来源：第一财经研究院、Wind

### 【国内债券违约】

过去一周（7月16日至7月23日），国内债券违约5起，涉及华讯方舟科技有限公司、中融新大集团有限公司、南京建工产业集团有限公司、华讯方舟科技有限公司、北讯集团股份有限公司。根据万得二级

行业分类，两家属于技术硬件与设备，另三家属资本货物业（具体分属贸易与工业品经销商、建筑与工程和建筑产品业）。按企业性质看，均属于民营企业。

表 3 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
华讯方舟科技有限公司	H7 华讯 02	2020-07-21	因公司流动资金紧张,已发生多笔贷款逾期及银行贷款提前到期的情况,导致公司融资能力下降,加剧了公司的资金紧张状况。公司未能在约定的本次债券持有人会议决议生效后三个工作日(2020年7月21日)内筹措足额资金,不能按期偿付“17华讯02”本金和相应利息。		C	C	AA	5.40	7.00	民营企业
中融新大集团有限公司	17 中融新大 MTN001	2020-07-20	受去产能,降杠杆及再融资渠道不畅等因素影响,公司近年来融资性现金流持续净流出,净融资规模逐年大幅下降。同时,新冠肺炎疫情在生产经营活动的多方面		C	C	AAA	15.00	7.40	民营企业

Weekly Outlook

			造成持续不利影响,公司在努力保生产,稳就业的同时,应收账款周期被迫拉长,运营维护,安保成本持续攀升措资金进行付经营性现金流遭到重创,导致流动性紧张,无法筹措资金进行付息。							
南京建工产业集团有限公司	18 丰盛 01	2020-07-20	截至 2020 年 7 月 16 日,未能按期足额划付债券的利息 3750.00 万元。	C	C	AA	5.00	7.50	民营企业	
华讯方舟科技有限公司	H7 华讯 03	2020-07-17	因公司流动资金紧张,已发生多笔贷款逾期及银行贷款提前到期的情况,导致公司融资能力下降,加剧了公司的资金紧张状况。截至 2020 年 7 月 17 日终,公司未能在约定的本次债券持有人会议决议生效后三个工作日内筹措足额资金,不能按期偿付“17 华讯 03”本金和相应利息。	C	C	AA	0.16	7.00	民营企业	
北讯集团股份有限公司	18 北讯 04	2020-07-16	因公司目前资金较为紧张,截至 2020 年 7 月 16 日终,公司未能按照约定筹措足额兑付资	C	C	AA	5.38	7.80	民营企业	

## Weekly Outlook

			金按时足额支付回售金额及利息，构成违约。							
--	--	--	----------------------	--	--	--	--	--	--	--

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。

