



Committed to Improving
Economic Policy.

Weekly Outlook

2020.9.24(YicaiRI WO20-210)

吴越/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

评级机构观点跟踪周报

(2020年9月17日-2020年9月24日)

穆迪：中国市场结构及风险管理的改善将抑制融资融券 风险

摘要

穆迪表示，中国A股市场自7月初以来的反弹支持了证券公司融资融券（两融）业务的回升。截至2020年8月31日，两融业务余额达到2015年以来的最高水平，较5月底增长36%，至1.4万亿元。穆迪表示，中国证券公司风险管控能力的普遍改善增强了其抑制融资融券固有业务风险的能力，在市场继续上涨的情况下，这将支持该项业务的持续增长，并促进中国证券公司利润增长。

惠誉表示，根据最新月度GDP估计，8月美国经济产出与2020年1

月疫情爆发前水平间的差距收窄至 2%以内。假设 9 月经济活动与 8 月持平，美国 2020 年第三季度的 GDP（非年化）将较二季度增长 7.9%，但仍将比 2019 年四季度低 3%以上。惠誉还预计，2020 年四季度美国经济环比增速将放缓。

标普表示，由于政策刺激在经济中产生的影响，中国降低经济能源强度的步伐将在 2020 年和 2021 年有所停滞。虽然对可再生能源的投资仍在继续，但回归煤炭的迹象正在浮现，并且这一趋势可能会因为后疫情时代地缘政治将能源安全推上政策议程而强化。

过去一周（9 月 17 日至 9 月 24 日），三大国际评级公司共采取了 5 次负面主权信用评级行动，无主权评级上调。具体看，穆迪将玻利维亚评级由 B1 下调至 B2；穆迪将科威特评级由 Aa2 下调至 A1；标普将博兹瓦纳 BBB+评级的展望由稳定调为负面；标普将西班牙 A 评级的展望由稳定调为负面；惠誉将老挝评级由 B-下调至 CCC。所有评级下调均包含疫情冲击的因素，部分包含全球需求下降导致重点出口行业受冲击的因素。

2020 年以来（截至 9 月 24 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 219 次负面评级行动，其中评级调降 133 次，负面展望调整 86 次。截至 9 月 24 日的过去一周，评级下调 1 次，无负面展望调整。

过去一周（9 月 17 日至 9 月 24 日），国内债券主体遭负面评级行动 1 次。根据万得二级行业分类，属媒体业。按企业性质看，属股份公司。

过去一周（9月17日至9月24日），国内债券主体评级上调企业1家。根据万得二级行业分类，属资本货物业；按企业性质，均属地方国有企业。

过去一周（9月17日至9月24日），国内债券无违约。

正文

【一周经济观点】

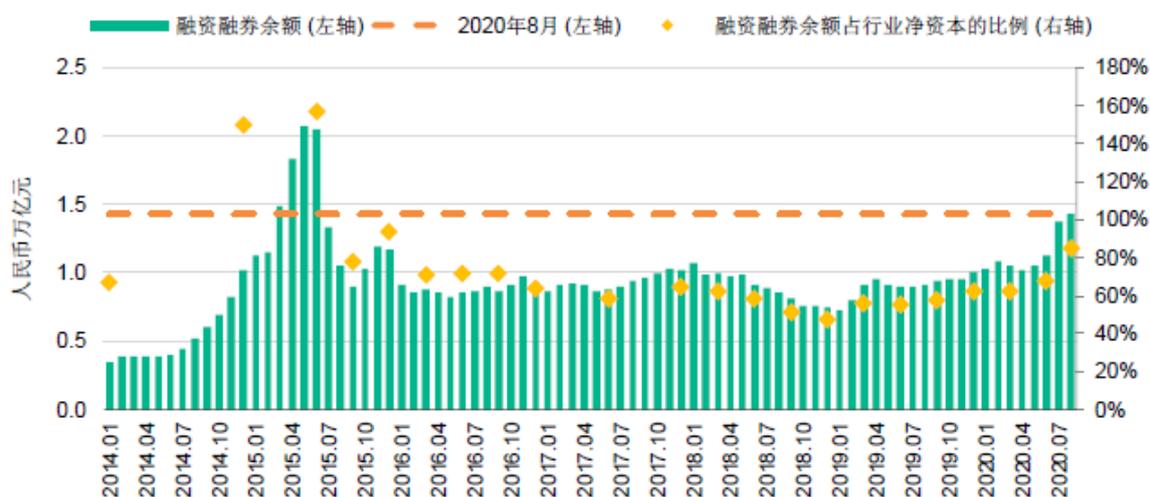
穆迪：中国市场结构及风险管理的改善将抑制融资融券风险。

(2020.9.23)

穆迪表示，中国 A 股市场自 7 月初以来的反弹支持了证券公司融资融券（两融）业务的回升。截至 2020 年 8 月 31 日，两融业务余额达到 2015 年以来的最高水平，较 5 月底增长 36%，至 1.4 万亿元。

穆迪表示，两融业务的持续增长将促进中国证券公司利润增长。在 2015 年两融规模激增，并最终导致证券公司遭受重大信贷损失后，中国监管机构出台了多个两融业务管理办法和规定，证券公司的风险管控能力实现了普遍改善。这些改善增强了证券行业抑制融资融券固有业务风险的能力，在市场继续上涨的情况下，这将支持该项业务的持续增长。

图 1 中国两融余额自 2020 年 7 月以来加速增长



来源：穆迪

首先，自 2019 年以来，中国相关监管机构和证交所收紧了停牌规定。新规定限制了上市公司主动申请停牌的理由，并防止停牌时间过长。新规降低了融资融券方或证券公司在行情低迷时因无法及时平仓标的股票以控制损失的可能性。这有助于缓解两融业务的信贷风险。

其次，中国监管机构一直在打击场外配资。从系统性角度来看，此类场外配资活动有损市场稳定性。通常场外配资具有高杠杆特征，因此，即使股价小幅下跌，也可能引发强平，进而导致股价进一步下跌。此外，监管机构和证券公司难以对此类场外配资进行监测。于 2020 年 3 月正式生效的新《证券法》明确禁止未经授权实体从事两融业务。

第三，自 2015 年以来，由于公司自身举措以及新规限制，证券公司内部风险管理也有了广泛的改善。整体来看，截至 2020 年 6 月 30 日，两融余额占行业总资本 67.7%，远低于 2015 年 6 月 30 日 157.3% 的水平和监管机构 2015 年后设定的两融余额占净资本总额比例 400% 的上限和 320% 的警戒线。证券公司还实施了更严格的担保品政策，为潜在的市场调整增加了缓冲。行业平均担保比例（按客户账户资产余额与客户两融余额的比率计算）截至 2020 年 8 月 31 日高达 287%，远高于 2015 年水平。监管机构在 2019 年放宽了两融规则，包括取消 130% 的最低担保比例要求（违反这一要求将引发强平），但证券公司也落实了相关风控措施。这反映行业风险管理增强，因而具有正面信用影响。

图 2 行业平均担保比例远高于 2015 年水平

月末平均担保比例



最后，证券公司也削减了股票质押贷款敞口，从而释放资本金支持两融业务增长。这本身具有正面信用影响，因为与两融业务相比，股票质押贷款的流动性和资产风险更高。与两融业务相比，股票质押贷款具备贷款规模大、期限长且质押物清算流程更为复杂等特点，因此集中度和期限错配风险更大。

惠誉：美国 8 月 GDP 收复了因疫情导致的大部分损失。（2020.9.22）

惠誉表示，根据最新月度 GDP 估计，8 月美国经济产出与 2020 年 1 月疫情爆发前水平间的差距收窄至 2% 以内。在封锁最严重的 4 月，美国月度 GDP 曾较疫情爆发前水平下跌 12%。

新冠病毒危机促使人们有必要以更高的频率分析经济状况。惠誉的经济研究小组利用工业生产和家庭消费等 12 个变量计算出了一个新的月度 GDP 指标，以逐月推断经济活动的历史走势。在美国经济分析局公布三季度 GDP 数据之前，该团队对当前季度的月度 GDP 走势进行了“nowcast”（即时预测）。

惠誉的计算显示，在封锁结束后的几个月里，美国月度 GDP 增长强劲，6 月、7 月和 8 月的 GDP 分别环比增长 2.5%、4.2% 和 2%。在此之前，

3 月和 4 月的环比跌幅分别为-2.7%和-9.3%。

假设 9 月经济活动与 8 月持平,美国 2020 年第三季度的 GDP(非年化)将较二季度增长 7.9%,但仍将比 2019 年四季度低 3%以上。惠誉还预计,2020 年四季度美国经济环比增速将放缓。

标普：疫情后中国能源转型停滞。（2020.9.22）

标普表示,由于政策刺激在经济中产生的影响,中国降低经济能源强度的步伐将在 2020 年和 2021 年有所停滞。虽然对可再生能源的投资仍在继续,但回归煤炭的迹象正在浮现,并且这一趋势可能会因为后疫情时代地缘政治将能源安全推上政策议程而强化。

标普认为,中国现阶段的能源政策正处于摇摆不定的状态。为了使经济走出低谷,政府正在批准更多的基础设施项目,并使用更多的能源来推动经济。中国也更加依赖高碳燃料。标普预测,2020 年前 8 个月,中国能源消耗增量比去年同期增长了约 4%,而实际 GDP 估计与去年同期相当,这意味着单位 GDP 的能源消耗略有上升。

对公路、铁路和机场的投资消耗了大量的钢铁和其他重型商品,这意味着更多的能源消耗,尤其是来自化石燃料的能源。2020 年前 7 个月,中国获批机场项目 14 个,总投资 1050 亿元,比 2019 年增长 13%;同期还批准了总长 5801 公里的高铁和轻轨/城市铁路项目,与 2019 年大致相同。

标普认为,只有等到 2021 年一季度中国公布下一个五年(2021-2025)计划后,才能了解中国在能源领域的态度是否会出现 180 度大转弯。

【主权信用评级】

过去一周（9月17日至9月24日），三大国际评级公司共采取了5次负面主权信用评级行动，无主权评级上调。具体看，穆迪将玻利维亚评级由B1下调至B2；穆迪将科威特评级由Aa2下调至A1；标普将博兹瓦纳BBB+评级的展望由稳定调为负面；标普将西班牙A评级的展望由稳定调为负面；惠誉将老挝评级由B-下调至CCC。所有评级下调均包含疫情冲击的因素，部分包含全球需求下降导致重点出口行业受冲击的因素。

● 一周主权评级下调

穆迪将**玻利维亚**长期发行主体评级由B1下调至B2，展望由负面调为稳定。依据为该国财政和外汇储备缓冲受到实质性侵蚀；在油气部门需求相对疲弱和政策不确定性的背景下，预计该国中期将经历经济增长放缓、政府收入减少和外汇收入疲软。（2020.9.22）

穆迪将**科威特**长期发行主体评级由Aa2下调至A1，展望由负面调为稳定。依据为虽然该国财政实力强大，但由于仍然没有法律授权发行债务或动用未来世代基金所持有的主权财富基金资产，可用的流动资源正接近枯竭，政府流动性风险的增加，且机构和治理实力较弱。（2020.9.22）

标普将**博兹瓦纳**长期本、外币主权信用评级BBB+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A-2。依据为由于疫情冲击和钻石出口疲软，该国2020年GDP预计将收缩9%。（2020.9.18）

标普将**西班牙**长期本、外币主权信用评级A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A-1。依据为疫情冲击使该国经济

预计要到 2022 年才能恢复到 2019 年水平，财政应对措施导致政府总赤字预计 2020 年将扩大到 GDP 的 12%左右。（2020. 9. 18）

惠誉将老挝长期本、外币主体违约等级由 B-下调至 CCC，将其短期本、外币主体违约等级由 B 下调至 C，确定评级上限为 B-。依据为由于疫情冲击和今年及未来几年政府到期债务规模较大，外部融资灵活性降低，外部流动性下降明显。（2020. 9. 23）

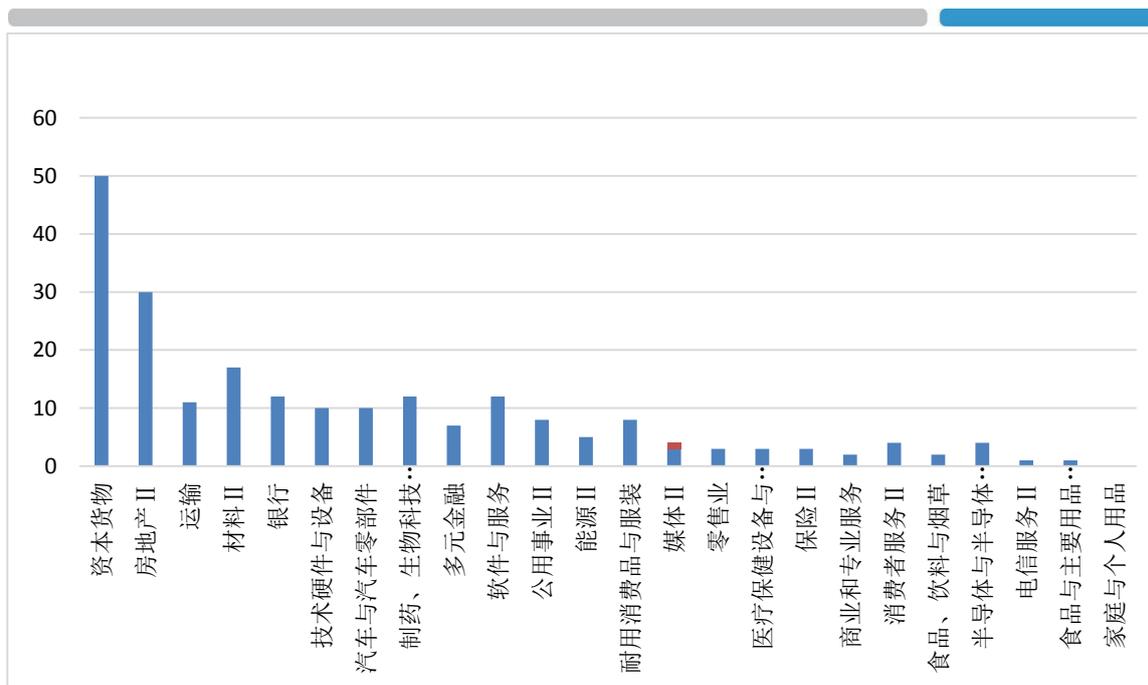
● 一周主权评级上调

无。

【国内发行人信用评级】

2020 年以来（截至 9 月 24 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 219 次负面评级行动，其中评级调降 133 次，负面展望调整 86 次。截至 9 月 24 日的过去一周，评级下调 1 次，无负面展望调整。

图 3 截至 2020 年 9 月 24 日国内发债主体遭负面评级行动行业分布



注：红色为过去一周（9月17日至9月24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（9月17日至9月24日），国内债券主体遭负面评级行动1次。根据万得二级行业分类，属媒体业。按企业性质看，属股份公司。

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
华闻传媒投资集团股份有限公司	AA-	负面	2020/9/22	AA	负面	2020/7/14	联合资信

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（9月17日至9月24日），国内债券主体评级上调企业1家。根据万得二级行业分类，属资本货物业；按企业性质，均属地方国有企业。

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
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	AAA	稳定	2020-09-17	AA	稳定	2016-09-09	联合信用

来源：第一财经研究院、Wind

【国内债券违约】

过去一周（9月17日至9月24日），国内债券无违约。

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。