



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Weekly Outlook

2020.11.6 (YicaiRI WO20-227)

吴越/第一财经研究院研究员

wuyue@yicai.com

[www.cbnri.org](http://www.cbnri.org)

市场跟踪

市场与监管

### 评级机构观点跟踪

## 标普：中国提出的“双循环”和技术独立有助于缓释地缘政治风险

### 摘要

标普表示，中国刚刚结束的五中全会淡化了经济增长的硬性目标，这是积极、健康的。中国的科技目标和在此之前提出的到 2060 年实现碳中和的承诺将在全球范围产生影响。标普认为，中国提出的“双循环”是对日益上升的地缘政治风险的战略回应。现在看来，“双循环”、技术自力更生的意义更多在于缓释风险。如果中国不需要外国技术，那么就不会受到难以替代的投入供应突然变化的影响。

从长期来看，决定增长的是供给而不是需求。消费者只有预期实际收入会持续快速增长才会保证消费并促进经济增长，而这只能来自生产

率的提高或资本存量的增长。标普认为，2021年至2030年中国经济的年均增速预计为4.6%，此后会持续下滑至2035年。

穆迪表示，未来12个月境内外企业的债券违约将继续增加。中国经济增长放缓、行业或公司特定因素导致的企业流动性减弱以及投资者避险情绪升温将是今明两年导致中国企业债券违约的主要因素。2020年二季度，中国政府推出宽松措施，帮助一些企业避免了违约，但这些措施并未显著支持境内企业长期债券的发行。对财力较弱的企业来说，对短期融资的依赖导致再融资需求循环出现，这些企业的违约风险依然存在。

过去两周（10月23日至11月5日），三大国际评级公司负面主权信用评级行动6次，正面主权评级调整1次。具体看，穆迪将马恩岛评级由Aa2下调至Aa3；惠誉将苏里南评级由CC下调至C；惠誉将摩洛哥评级由BBB-下调至BB+；标普将阿塞拜疆BB+评级的展望由稳定调为负面；标普将沙迦评级由BBB下调至BBB-；标普将哈伊马角评级由A下调至A-。正面调整方面，标普将意大利BBB评级的展望由负面调为稳定。

2020年以来（截至11月5日），国内8家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了241次负面评级行动，其中评级调降153次，负面展望调整88次。截至11月5日的过去两周，国内无债券主体遭负面评级行动7次。

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券主体评级下调企业6家。根据万得二级行业分类，2家属汽车与汽车零部件业，其他4家属商业和专业服务、资本货物、多元金融和公用事业行业；按企业性

质，3家属地方国企和3家属民营企业。

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券主体评级无上调4家。根据万得二级行业分类，2家属房地产业，其他2家分属公用事业和能源业；按企业性质，3家属地方国企和1家属中央国企。

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券违约9起，涉及发行人7家，分别为新华联控股有限公司、北大方正集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、天津房地产集团有限公司、天广中茂股份有限公司、北京桑德环境工程有限公司和沈阳盛京能源发展集团有限公司。根据万得二级行业分类，分属综合类行业、互联网软件与服务、汽车制造、建筑与工程、多样化房地产活动、水务和复合型公用事业行业；按企业性质看，3家属地方国企，其他4家分属公众企业、中外合资企业、中央国企和民营企业。

## 正文

### 【一周经济观点】

标普：提出的“双循环”和技术独立有助于缓释地缘政治风险。

(2020.11.2)

标普表示，中国刚刚结束的五中全会淡化了经济增长的硬性目标，这是积极、健康的。然而，中国需要在技术自立与保持经济增速之间做出艰难的选择。中国对增长放缓的容忍度在未来几年将受到考验。

标普认为，中国的科技目标和在此之前提出的到 2060 年实现碳中和的承诺将在全球范围产生影响。如果中国可以成功实施这些战略，全球经济将从现在开始经历根本性的调整。中国经济中已经出现的趋势性变化将会加速，其影响将会波及国外。随着中国不断从投资转向消费、从化石燃料转向可再生能源，一些行业将面临巨大而持久的需求冲击。随着中国企业进一步从基础制造业转向技术行业，一些行业将面临供应冲击。

标普认为，中国提出的“双循环”是对日益上升的地缘政治风险的战略回应。关键问题是“双循环”的国内部分是一个开放的循环，还是一个在很多程度上封闭但通过精心设计实现与全球紧密联系的循环。

如果说“双循环”仍有些神秘，那么中国实现技术独立或自力更生的目标就直率多了。中国在 2015 年首次提出“中国制造 2025”时就强调了技术独立。现在看来，“双循环”、技术自力更生的意义更多在于缓释风险。如果中国不需要外国技术，那么就不会受到难以替代的投入

供应突然变化的影响。随着中国经济向数字经济转型，国有企业将在一些技术领域发挥主导作用，特别是在半导体制造等资本密集型行业。

长期研究和标普的分析都表明，是开放促进了更高的生产率和增长。这主要通过技术和知识溢出、多样化、复杂供应链的网络效应以及外部竞争压力等多种渠道发挥作用。这一结论不仅适用于全球，也适用于中国。此外，正是那些正在追求自力更生的技术密集型行业是过去中国生产率增长最快的领域，科技产品的制造是使中国经济富裕起来的主要原因。

从长期来看，决定增长的是供给而不是需求。消费者只有预期实际收入会持续快速增长才会保证消费并促进经济增长，而这只能来自生产率的提高或资本存量的增长。标普认为，2021年至2030年中国经济的年均增速预计为4.6%，此后会持续下滑至2035年。

#### **穆迪：中国非金融企业未来1年债券违约将增加。（2020.11.2）**

穆迪表示，未来12个月境内外企业的债券违约将继续增加。中国经济增长放缓、行业或公司特定因素导致的企业流动性减弱以及投资者避险情绪升温将是今明两年导致中国企业债券违约的主要因素。2020年二季度，中国政府推出宽松措施，帮助一些企业避免了违约，但这些措施并未显著支持境内企业长期债券的发行。对财力较弱的企业来说，对短期融资的依赖导致再融资需求循环出现，这些企业的违约风险依然存在。

相较于国企，财力较弱的民企违约可能性更大。与国有及投资级企业相比，这些财力较弱的民企通常依靠短期融资，追求由举债推动的激

进增长，公司治理较弱，可抵御财务压力的资源较少。由于中国经济增速放缓令众多行业受到影响，穆迪预计多个行业的违约率将上升。但与全球范围内受评非金融企业债券发行人相比，中国境内非金融企业的债券违约率将维持在较低水平。中国境内债券市场由能获政府支持的国企主导。

**违约后处置途径各异。**中国市场化债务重整逐步发展，但总体而言，债券投资者在债务重整中的议价能力和选择权依然有限。违约通常通过诉讼或庭外和解予以解决。诉讼涉及对债券持有人的索偿裁定，对企业或其债务进行重组或清算，后者是解决违约问题的最后手段。庭外和解通常涉及债务重整，旨在至少偿还部分违约债务。

**违约债券回收水平差异较大。**据万得和彭博统计，中国境内违约债券回收率在 20%-100%之间，而境外回收率为 10%-98%。上述两个回收率仅基于有限的回收数据，因为企业的债券违约历史较短、处置期较长，且处置流程不断演变。对于境内境外债券同时违约的企业而言，境外债券进入资金回收流程时透明度更高，且回收也通常更快。

### 【主权信用评级】

过去两周（10月23日至11月5日），三大国际评级公司负面主权信用评级行动6次，正面主权评级调整1次。具体看，穆迪将马恩岛评级由 Aa2 下调至 Aa3；惠誉将苏里南评级由 CC 下调至 C；惠誉将摩洛哥评级由 BBB- 下调至 BB+；标普将阿塞拜疆 BB+ 评级的展望由稳定调为负面；标普将沙迦评级由 BBB 下调至 BBB-；标普将哈伊马角评级由 A 下调至 A-。正面调整方面，标普将意大利 BBB 评级的展望由负面调为稳定。

## ● 一周主权评级下调

穆迪将**马恩岛**长期本、外币发行主体和高级无担保债券评级由 Aa2 下调至 Aa3，展望由负面调为稳定。依据为穆迪将英国主权评级从 Aa2 下调至 Aa3，作为英属领地，马恩岛在制度、经济和金融方面与英国有着密切、实质性的联系。（2020.10.23）

惠誉将**苏里南**长期外币主体违约等级由 CC 下调至 C，确定其长期本币主体违约等级为 CCC，短期本、外币主体违约等级为 C，评级上限为 CCC。依据为该国政府 10 月 22 日宣布，其 5.5 亿美元 2026 年到期债券的 10 月 26 日的 2540 万美元的利息进入 30 天的宽限期。（2020.10.26）

惠誉将**摩洛哥**长期本、外币主体违约等级由 BBB- 下调至 BB+，将其短期本、外币主体违约等级由 F3 下调至 B，评级上限由 BBB 下调至 BB+。依据为疫情对该国经济、财政和外部实力产生严重影响，经常账户赤字和净外债将大幅上升。（2020.10.23）

标普将**阿塞拜疆**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。依据为在疫情和油价暴跌削弱该国经济之际，与亚美尼亚之间的军事对抗将加剧其经济、外部和财政脆弱性。（2020.10.23）

标普将**沙迦**长期本、外币主权信用评级由 BBB 下调至 BBB-，展望稳定，将其短期本、外币主权信用评级由 A-2 下调至 A-3。依据为该国政府债务利息负担占收入比将 2020 年 12% 升至 2023 年约 17%，且扩大收入基础的空间有限。（2020.10.23）

标普将**哈伊马角**长期本、外币主权信用评级由 A 下调至 A-，展望稳定，将其短期本、外币主权信用评级由 A-1 下调至 A-2。依据为疫情导致该国 2020 年经济急剧收缩，预计此后复苏将较温和，经济面临风险较同评级国家上升。（2020.10.23）

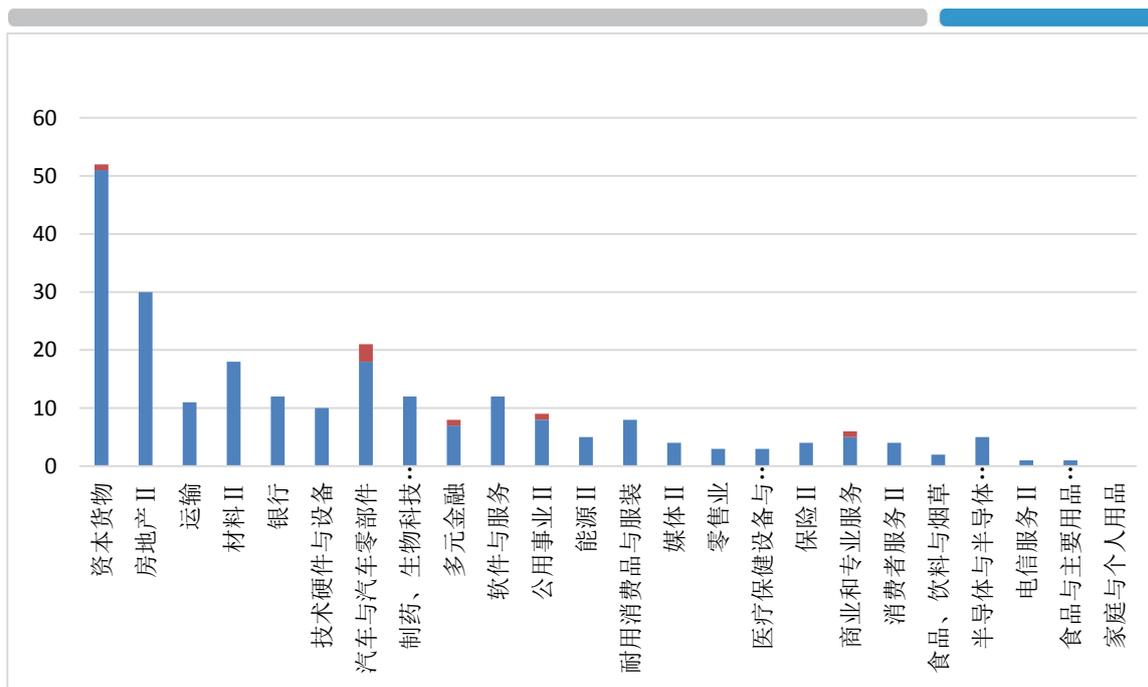
### ● 一周主权评级上调

标普将**意大利**长期本、外币主权信用评级 BBB 的展望由负面调为稳定，确定其短期本、外币主权信用评级为 A-2。依据为虽然经济受到疫情严重打击，但是该国政府和欧盟层面出台了多项支持政策，为该国重振经济提供了机会。（2020.10.23）

### 【国内发行人信用评级】

2020 年以来（截至 11 月 5 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 241 次负面评级行动，其中评级调降 153 次，负面展望调整 88 次。截至 11 月 5 日的过去两周，国内无债券主体遭负面评级行动 7 次。

图 3 截至 2020 年 11 月 5 日国内发债主体遭负面评级行动行业分布



注：红色为过去两周（10月22日至11月5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

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券主体评级下调企业6家。根据万得二级行业分类，2家属汽车与汽车零部件业，其他4家分属商业和专业服务、资本货物、多元金融和公用事业行业；按企业性质，3家属地方国企和3家属民营企业。

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 |
|--------------|--------|------|-----------|------|------|------------|------|
| 上海巴安水务股份有限公司 | CCC    |      | 2020/11/3 | B    |      | 2020/10/20 | 中诚信  |

|                 |     |    |            |     |    |            |       |
|-----------------|-----|----|------------|-----|----|------------|-------|
| 成龙建设集团有限公司      | BB  | 负面 | 2020/11/2  | AA  |    | 2020/9/14  | 东方金诚  |
| 青海省国有资产投资管理有限公司 | AA+ | 负面 | 2020/10/30 | AA+ | 稳定 | 2020/7/29  | 大公    |
| 巴彦淖尔市河套水务集团有限公司 | AA- | 稳定 | 2020/10/29 | AA  | 稳定 | 2019/6/27  | 中证鹏元  |
| 华晨汽车集团控股有限公司    | BB  | 负面 | 2020/10/28 | A+  | 负面 | 2020/10/20 | 大公    |
| 隆鑫控股有限公司        | BB+ | 负面 | 2020/10/26 | A   | 负面 | 2019/10/23 | 上海新世纪 |
| 华晨汽车集团控股有限公司    | BBB | 负面 | 2020/10/22 | AA- | 负面 | 2020/10/15 | 东方金诚  |

来源：第一财经研究院、Wind

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券主体评级无上调4家。根据万得二级行业分类，2家属房地产业，其他2家属公用事业和能源业；按企业性质，3家属地方国企和1家属中央国企。

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 |
|-------------------|--------|------|------------|------|------|------------|------|
| 达州市投资有限公司         | AA+    | 稳定   | 2020-11-03 | AA   | 稳定   | 2020-08-17 | 中证鹏元 |
| 济宁矿业集团有限公司        | AA+    | 稳定   | 2020-11-02 | AA   | 稳定   | 2020-07-30 | 中诚信  |
| 浙江瓯海城市建设投资集团有限公司  | AA+    | 稳定   | 2020-10-29 | AA   | 稳定   | 2020-06-18 | 东方金诚 |
| 招商局积余产业运营服务股份有限公司 | AA+    | 稳定   | 2020-10-20 | AA   | 稳定   | 2020-06-12 | 中诚信  |

来源：第一财经研究院、Wind

## 【国内债券违约】

过去两周（10月22日至11月5日），国内债券违约9起，涉及发行人7家，分别为新华联控股有限公司、北大方正集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、天津房地产集团有限公司、天广中茂股份有限公司、北京桑德环境工程有限公司和沈阳盛京能源发展集团有限公司。根据万得二级行业分类，分属综合类行业、互联网软件与服务、汽车制造、建筑与工程、多样化房地产活动、水务和复合型公用事业行业；按

企业性质看, 3 家属地方国企, 其他 4 家分属公众企业、中外合资企业、中央国企和民营企业。

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(%) | 公司属性         |
|--------------|----------------|------------|--|-----|--------|--------|---------|----------|---------|--------------|
| 新华联控股有限公司    | 19 新华联控 MTN001 | 2020-11-02 | 公司于 2019 年 4 月 30 日公开发行人 2019 年度第一期中期票据, 首年付息日为 2020 年 4 月 30 日。2020 年 4 月 27 日, 新华联控股有限公司 2019 年度第一期中期票据第二次持有人会议召开, 所有债券持有人一致同意与发行人签订了《利息延期兑付协议》, 同意将“19 新华联控 MTN001”第一个计息年度利息兑付日延期到 2020 年 10 月 31 日(此日为法定节假日, 顺延至 11 月 2 日)兑付。截至实际利息兑付日营业终了, 发行人未能按照约定将“19 新华联控 MTN001”利息资金按时足额划至托管机构, 已构成实质违约。 |     | AA+    | C      | 5.00    | 7.00     | 民营企业    | 新华联控股有限公司    |
| 北大方正集团有限公司   | 18 方正 MTN002   | 2020-11-02 | 北大方正已于 2020 年 2 月 19 日被北京一中院依法裁定进入重整程序, 目前重整工作正在进行中, 依据重整相关法律规定, 北大方正不得个别清偿, “18 方正 MTN002”不能按期足额付息。   |     | AAA    | C      | 14.00   | 5.99     | 中央国有企业  | 北大方正集团有限公司   |
| 华晨汽车集团控股有限公司 | 19 华集 01       | 2020-10-29 | 华晨集团未按时兑付“17 华汽 05”本息, 根据《华晨汽车集团控股有限公司公开发行 2019 年公司债券之债券受托管理协议》“第十一条违约事件”中“甲方(华晨集团)或甲方合并范围内子公司, 持股比例 20% 及以上的子公司, 核心子公司或其他关联方等在任何公司债, 企业债, 资产支持证券, 银行间债务融资工具或境外债券, 金融机构贷款(包括银行贷款, 信托贷款, 财务公司贷款等)等债务项下出现或可能出现违约或被宣布提前到期的债务金额超过 1 亿元。”华晨集团已触发该条款情形。  |     | AAA    | BBB    | 10.00   | 6.20     | 地方国有企业  | 华晨汽车集团控股有限公司 |
| 天津房地产集团有限公司  | 16 天房 03       | 2020-10-26 | 公司目前资金紧张, 未能足额筹措兑付资金。  |     | -      | AA+    | 7.00    | 7.70     | 地方国有    | 天津房地产集团有     |

|                |                 |            |  |              |    |    |     |       |      |        |        |
|----------------|-----------------|------------|--|--------------|----|----|-----|-------|------|--------|--------|
| 限公司            |                 |            |  |              |    |    |     |       | 企    | 限公     |        |
| 天广中茂股份有限公司     | 16 天广 01        | 2020-10-27 | 鉴于公司目前资金较为紧张,公司无法按期偿付本期债权的年度利息。  |              | C  | C  | AA  | 12.00 | 6.00 | 公众企业   |        |
| 北京桑德环境工程有限公司   | 18 桑德工程 MTN0 01 | 2020-10-26 | 2020年10月26日是北京桑德环境工程有限公司2018年度第一期中期票据的付息日。截至日终,银行间市场清算所股份有限公司仍未收到北京桑德环境工程有限公司支付的付息资金,暂无法代理发行人进行本期债券的付息工作。                      |              | C  | C  | AA  | 5.00  | 7.50 | 中外合资企业 |        |
| 华晨汽车集团控股有限公司   | 17 华汽 05        | 2020-10-23 | 公司尚未向中证登上海分公司支付兑付款,仍然在努力筹集资金,与投资者协商解决。   |              | A+ | BB | AAA | 10.00 | 5.30 | 地方国有企业 |        |
| 沈阳盛京能源发展集团有限公司 | 17 沈公用 PPN0 01  | 2020-10-23 | 发行人于2020年10月23日收到沈阳市中级人民法院送达的破产裁定,根据《破产法》第四十六条:“未到期的债权,在破产申请受理时视为到期. 附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。”17沈公用 PPN001 已于2020年10月23日提前到期并停止计息。 | 瀚华融资担保股份有限公司 |    |    | AA  | AA    | 0.00 | 7.00   | 地方国有企业 |
| 沈阳盛京能源发展集团有限公司 | 18 沈公用 PPN0 01  | 2020-10-23 | 发行人于2020年10月23日收到沈阳市中级人民法院送达的破产裁定,根据《破产法》第四十六条:“未到期的债权,在破产申请受理时视为到期. 附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。”18沈公用 PPN001 已于2020年10月23日提前到期并停止计息。 |              |    |    | AA  | AA    | 0.00 | 7.00   | 地方国有企业 |

来源: 第一财经研究院、Wind

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。

