



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Weekly Outlook

2020.12.4 (YicaiRI WO20-239)

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：中国近期的违约有利于债券市场发展

### 摘要

标普表示，中国企业债不断出现违约，对整个债券市场产生了一定影响，但违约后的处置方式正在改善，一系列备受瞩目的国有企业违约正得到更快的司法解决，未来更多的民营企业可能可以效仿这些高效方案。随着更多类型的实体被允许违约，投资者将有可能通过更透明和更可预测的方式来快速收回投资。

惠誉表示，中国“十四五”规划（2021-2025年）中较温和的增长目标与降低整个经济的系统性风险相一致。尽管如此，政策制定者在未来5年将面临多重挑战，包括如何减轻现有金融体系的压力，以及推动

更加依靠国内增长为驱动的战略转型。

除国内挑战外，中国还将继续面临外部不确定因素。惠誉预计，美国当选总统乔·拜登（Joe Biden）政府将寻求避免美中贸易摩擦进一步升级，并在确实出现争端时寻求一种更可预测的多边战略。然而，美中之间的紧张关系将在人权、国家安全和航行自由等问题上继续。持续的地缘政治不确定性将进一步激励跨国公司寻求制造业多元化战略，这可能会抑制中国的出口前景。

穆迪表示，中国经济复苏可支撑 2021 年国内非金融企业的稳定展望，这反映了穆迪对中国非金融企业未来 12-18 个月基本业务（商业和信贷）环境的预期。虽然多数行业的收入与利润有望回升，多数受评企业将能够在债券市场为其债务再融资，但风险依然存在，部分原因是中美紧张关系的持续，进而可能会影响投资情绪及加大贸易壁垒。

过去两周（11 月 20 日至 12 月 2 日），三大国际评级公司采取负面主权信用评级行动 8 次，正面主权评级调整 1 次。具体看，穆迪将吉尔吉斯斯坦 B2 评级的展望由稳定调为负面；穆迪将伯利兹评级由 Caa1 下调至 Caa2；穆迪将南非评级由 Ba1 下调至 Ba2；惠誉将苏里南评级由 C 下调至 RD；惠誉将斯里兰卡评级由 B- 下调至 CCC；惠誉将突尼斯 B 评级的展望由稳定调为负面；惠誉将南非评级由 BB 下调至 BB-；标普将巴拿马评级由 BBB+ 下调至 BBB。正面调整为标普将危地马拉 BB 评级从下调审查列表中移出。

2020 年以来（截至 12 月 2 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 257 次负面评级行动，其中评级调降 169 次，负面

展望调整 88 次。截至 12 月 2 日的过去两周，国内发债主体遭评级下调 6 次。

过去两周（11 月 19 日至 12 月 2 日），国内债券主体评级下调企业 5 家，涉及企业为广东太安堂药业股份有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、清华控股有限公司、福建福晟集团有限公司。其中，1 家中央国企、1 家地方国企、3 家民企。

过去两周（11 月 19 日至 12 月 2 日），国内债券主体评级上调 3 家，涉及企业为青岛西海岸发展(集团)有限公司、南昌工业控股集团有限公司、沧州市建设投资集团有限公司，均为地方国企，均属资本货物行业。

过去两周（11 月 19 日至 12 月 2 日），国内债券违约 24 起，涉及发行人 9 家，分别为东旭光电科技股份有限公司、精功集团有限公司、永泰能源股份有限公司、宜华企业(集团)有限公司、永城煤电控股集团有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、北京桑德环境工程有限公司、福建福晟集团有限公司。4 家公司涉多起债券违约。其中，华晨汽车集团控股有限公司有 12 个债券因前序违约被视同违约，违约债券余额 149 亿元。

## 正文

### 【一周经济观点】

标普：中国近期的违约有利于债券市场。（2020.12.1）

中国企业债违约事件不断出现，对整个债券市场产生了一定影响，但违约后的处置方式正在改善，一系列备受关注的国有企业违约正得到更快的司法解决，未来更多的民营企业可能可以效仿这些高效方案。随着更多类型的实体被允许违约，投资者将有可能通过更透明和更可预测的方式来快速收回投资。

中国的《企业破产法》1986年试行、2006年更新，但直到今年才变得对国际投资者具有重要性。原因是出现了里程碑式的美元债券违约，中国国内越来越多的人认识到，在处理违约上法庭行动可能比拖沓多年的庭外谈判更可取。

标普认为，近期的违约案例对中国债券市场具有正面影响，有利于提高违约处理的透明度、促进债务解决（debt resolution），并使结果更可预测。未来，中国预计会出现更多违约案例。

最近备受关注的债券违约有助于中国建立一套债务重组、处置和恢复机制的模板。

中国是世界第二大债券市场，但国际投资者仅持有中国境内债券的2.4%左右。尽管3年前启动了“沪港通”鼓励外国投资者进入，但参与率仍如此之低，部分原因在于高不确定性和违约情况下的糟糕结果、恢复过程缓慢且不可预测。债务解决过程透明度的提高和机制的完善将使

国际投资者更有信心进入这个市场。

### 惠誉：中国“十四五”发展规划兼顾缓解系统性风险。（2020.11.19）

惠誉表示，中国“十四五”规划（2021-2025年）中较温和的增长目标与降低整个经济的系统性风险相一致。尽管如此，政策制定者在未来5年将面临多重挑战，包括如何减轻现有金融体系的压力，以及推动更加依靠国内增长为驱动的战略转型。

“十四五”规划将于2021年3月发布。规划目标包括到2025年中国将成为“高收入”国家。世界银行目前对高收入国家人均国民总收入的门槛为12536美元，但中国是否会采用这一定义尚不确定。惠誉估计，2020年中国的人均收入约为10500美元。

惠誉此前预测，中国2019-2023年可持续的实际增长率为5.5%，这将足以使中国人均收入在2025年前达到世界银行设定的“高收入”国家门槛。这也与媒体猜测的“十四五”规划可能将年增长目标设为5%基本一致，低于前几年6%-6.5%的目标。

一个温和的短期增长目标，对当局希望在发展经济和防范系统性风险之间取得平衡来说是个好兆头。为实现此前设定的实际国内生产总值（GDP）在2010年至2020年间翻一番的目标，中国信贷快速增长、金融业风险有所累积。今年为缓冲疫情冲击，信贷条件的放松进一步推升了风险。不过，惠誉预计，随着刺激措施在中国经济持续复苏背景下的退出，杠杆率将在2021年企稳。

除国内挑战外，中国还将继续面临外部不确定因素。惠誉预计，美国当选总统乔·拜登（Joe Biden）政府将寻求避免美中贸易摩擦进一步

升级，并在确实出现争端时寻求一种更可预测的多边战略。然而，美中之间的紧张关系将在人权、国家安全和航行自由等问题上继续。持续的地缘政治不确定性将进一步激励跨国公司寻求制造业多元化战略，这可能会抑制中国的出口前景。

中国提出“双循环”战略，强调内需作为增长动力的重要性。这与中国强调高质量发展和创新的长期主题吻合。在“双循环”战略下，中国政府促进对高科技领域，如半导体的投资将增强中国在对海外技术高度依赖行业自力更生的能力。相关政策目标还包括加强国家的供应链、基础设施、数字经济能力和其他新兴产业。

在中期规划以外，中国希望到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番。这将需要中国在未来 15 年里保持大约 4.7% 的实际 GDP 增长，这是一个艰巨的挑战。惠誉认为，如果到 2035 年 GDP 翻一番成为一个硬性政策目标，那么中国可能需要重新实施信贷密集程度较高的政策刺激。这可能会加剧整个金融系统的风险，并给中国的信贷状况带来下行压力。

**穆迪：在经济复苏的推动下，2021 年中国非金融企业展望稳定。**

**(2020.12.2)**

穆迪表示，中国经济复苏可支撑 2021 年国内非金融企业的稳定展望，这反映了穆迪对中国非金融企业未来 12-18 个月基本业务（商业和信贷）环境的预期。虽然多数行业的收入与利润有望回升，多数受评企业将能够在债券市场为其债务再融资，但风险依然存在，部分原因是中美紧张关系的持续，进而可能会影响投资情绪及加大贸易壁垒。

在政府主导的基建投资的推动下，穆迪预计 2021 年中国 GDP 增速

将从 2020 年的 2.2% 回升至 7%。多数行业企业的收入和 EBITDA 将会提高，但服务业和消费需要较长的时间才能恢复到新冠肺炎疫情之前的增长水平。

不过，促进经济复苏和增长的资本支出将延迟国有企业和民营企业的去杠杆进程，并提高城投公司的杠杆率。中美之间的摩擦预计会继续，因此将影响投资情绪，并提高贸易壁垒。

经过了评级下调数量超过上调数量的动荡的一年之后，穆迪评级的中国非金融企业中仍有 83% 的企业展望稳定。多数受评企业能够应对 2021 年的再融资需求，原因是国内融资市场依然具有支持性，并且融资成本总体稳定，但高收益民企的融资渠道仍将受到制约。此外，境内外市场有能力消化未来几年到期的债券。

### 【主权信用评级】

过去两周（11 月 20 日至 12 月 2 日），三大国际评级公司采取负面主权信用评级行动 8 次，正面主权评级调整 1 次。具体看，穆迪将吉尔吉斯斯坦 B2 评级的展望由稳定调为负面；穆迪将伯利兹评级由 Caa1 下调至 Caa2；穆迪将南非评级由 Ba1 下调至 Ba2；惠誉将苏里南评级由 C 下调至 RD；惠誉将斯里兰卡评级由 B- 下调至 CCC；惠誉将突尼斯 B 评级的展望由稳定调为负面；惠誉将南非评级由 BB 下调至 BB-；标普将巴拿马评级由 BBB+ 下调至 BBB。正面调整为标普将危地马拉 BB 评级从下调审查列表中移出。

#### ● 一周主权评级下调

穆迪将吉尔吉斯斯坦长期本、外币发行主体 B2 评级的展望由稳定

调为负面。依据为该国政治不确定性上升，可能会限制其本就有限的融资渠道，带来流动性挑战。（2020.11.26）

穆迪将**伯利兹**长期本、外币发行主体和高级无担保债券评级由 Caa1 下调至 Caa2，展望由负面调为稳定。依据为该国财政结构恶化，债务占 GDP 比例可能升超 130%；鉴于流动性和融资状况持续紧张，穆迪预计 2020 年 11 月大选后的政府可能会寻求流动性缓解，导致投资人亏损。（2020.11.24）

穆迪将**南非**长期本、外币发行主体和高级无担保债券评级由 Ba1 下调至 Ba2，展望负面。依据为穆迪预计该国财政实力将进一步减弱；严重的财政、经济和社会约束和不断上升的借贷成本是该国在中期缓解危机的能力低于许多国家。（2020.11.20）

惠誉将**苏里南**长期外币主体违约等级由 C 下调至 RD，确定其短期外币主体违约等级为 C，因信息不足撤销其长、短期本币主体违约等级，确定评级上限为 CCC。依据为该国未能在 30 天利息宽限期的到期日 11 月 25 日偿还 2026 年到期债券的本期 2540 万美元的利息；该国在 11 月 13 日和 11 月 30 日对外债进行了两次重组。（2020.12.1）

惠誉将**斯里兰卡**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-。依据为疫情使该国主权债务上升、融资渠道收窄、债务可持续性风险加大，且外汇储备有限，该国政府一般利息与收入比远超同评级（CCC）其他国家。（2020.11.27）

惠誉将**突尼斯**长期本、外币主体违约等级B的展望由稳定调为负面，确定其短期本、外币主体违约等级为B，评级上限为B+。依据为疫情使该国财政流动性风险加剧，中央政府财政赤字占GDP比2020年预计将从2019年的3.3%扩大到10.5%。（2020.11.23）

惠誉将**南非**长期本、外币主体违约等级由BB下调至BB-，展望负面，确定其短期本、外币主体违约等级为B，将评级上限由BB+下调至BB。依据为疫情加剧了该国政府债务高且不断上升的趋势，打击经济增长表现，该国2020年GDP预计将收缩7.3%。（2020.11.20）

标普将**巴拿马**长期本、外币主权信用评级由BBB+下调至BBB，展望稳定，确定短期本、外部主权信用评级为A-2。依据为疫情使该国经济急剧收缩、融资需求增加；债务负担上升加之财政收入减少导致政府利息支出占收入比上升。（2020.11.24）

### ● 一周主权评级上调

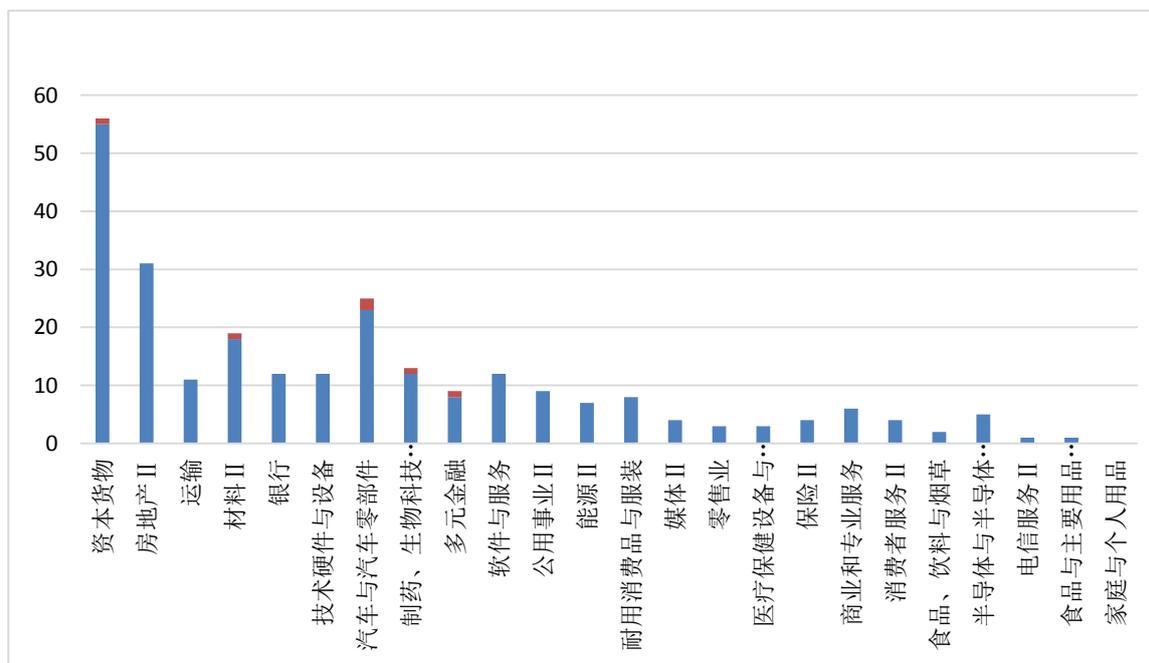
标普将**危地马拉**长期本、外币主权信用评级从下调审查列表中移出，确定其长期本、外币主权信用评级分别为BB和BB-，展望负面。依据为该国在30天宽限期内的11月25日支付了2026年到期的欧元债券的应付利息。（2020.11.26）

### 【国内发行人信用评级】

2020年以来（截至12月2日），国内8家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了257次负面评级行动，其中评级调降169次，负面展望调整88次。截至12月2日的过去两周，国内发债主体遭评级下调

6次。

图1 2020年截至12月2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（11月19日至12月2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（11月19日至12月2日），国内债券主体评级下调企业5家，涉及企业为广东太安堂药业股份有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、清华控股有限公司、福建福晟集团有限公司。其中，1家中央国企、1家地方国企、3家民企。

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
广东太安堂药业股份有限公司	A+		2020/11/30	AA	负面	2020/6/17	中诚信
华晨汽车集团控股有限公司	C		2020/11/30	CCC	负面	2020/11/5	东方金诚
宁夏远高实业集团有限公司	C		2020/11/24	AA		2020/11/3	大公

清华控股有限公司	AA+		2020/11/20	AAA	稳定	2020/6/30	中诚信
华晨汽车集团控股有限公司	C		2020/11/20	CCC	负面	2020/11/17	大公
福建福晟集团有限公司	C		2020/11/19	A+	负面	2020/11/5	大公

来源：第一财经研究院、Wind

过去两周（11月19日至12月2日），国内债券主体评级上调3家，涉及企业为青岛西海岸发展(集团)有限公司、南昌工业控股集团有限公司、沧州市建设投资集团有限公司，均为地方国企，均属资本货物行业。

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
青岛西海岸发展(集团)有限公司	AAA	稳定	2020-11-30	AA+	稳定	2020-06-22	东方金诚
南昌工业控股集团有限公司	AAA	稳定	2020-11-19	AA+	稳定	2020-08-27	东方金诚
沧州市建设投资集团有限公司	AA+	稳定	2020-11-24	AA	稳定	2019-07-24	大公

来源：第一财经研究院、Wind

### 【国内债券违约】

过去两周（11月19日至12月2日），国内债券违约24起，涉及发行人9家，分别为东旭光电科技股份有限公司、精功集团有限公司、永泰能源股份有限公司、宜华企业(集团)有限公司、永城煤电控股集团有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、北京桑德环境工程有限公司、福建福晟集团有限公司。4家公司涉多起债券违约。其中，华晨汽车集团控股有限公司有12个债券因前序违约被视同违约，违约债券余额149亿元。

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
东旭光电科技股份有限公司	16 东旭光电 MTN002	2020-12-02	因流动资金紧张,截至 2020 年 12 月 2 日日终,发行人未能按照约定筹措足额付息资金,16 东旭光电 MTN002 未能按期足额偿付利息,已构成实质性违约。		C	C	AA+	17.00	8.00	民营企业
精功集团有限公司	17 精功 MTN001	2020-11-30	因精功集团已进入合并重整程序,未能按照约定筹措足额兑付资金,截至 2020 年 11 月 30 日营业日终,精功集团未能按期足额兑付本期中期票据的本金及利息。		C	C	AA	10.00	7.20	民营企业
永泰能源股份有限公司	15 永泰能源 MTN002	2020-11-27	2020 年 11 月 27 日是永泰能源股份有限公司 2015 年度第二期中期票据的付息兑付日。截至日终,银行间市场清算所股份有限公司仍未收到付息兑付资金。	永泰集团有限公司	C	C	AA	14.00	7.50	民营企业
宜华企业(集团)有限公司	18 宜华 03	2020-11-26	宜华集团受多方面影响导致资金不足。截至本公告出具之日,不能按期足额偿付本期债券回售本金及本期债券自 2019 年 11 月 26 日至 2020 年 11 月 25 日的利息。		CC	C	AA+	5.00	6.80	民营企业
宜华企业(集团)有限公司	15 宜集债	2020-11-26	宜华集团受多方面因素影响导致资金不足。截至本公告出具之日,"15 宜集债"债券不能按期足额偿付本息。		CC	C	AA+	0.19	7.50	民营企业
永城煤电控股集团有限公司	20 永煤 SCP004	2020-11-23	由于受疫情冲击企业经营承压,债券市场融资困难等多重因素影响,公司流动性出现问题,导致未按时足额兑付。			BB	AAA	10.00	4.35	地方国有企业
永城煤电控股集团有限公司	20 永煤 SCP007	2020-11-23	同上。			BB	AAA	10.00	4.38	地方国有企业
宁夏远高实业	18 远高 01	2020-11-	受多种原因影响,公司未能将偿债资金汇入结算公司账户。本次债券		C	C	AA	1.00	7.50	民营企业

集团有限公司		23	连带保证担保人高红明,郝凤仙未能按照《担保承诺函》的约定履行担保责任,致使公司未能如期兑付本期债券利息及本金合计107,500,000.00元。							
宁夏远高实业集团有限公司	19远高02	2020-11-23	"18远高01"未能按时完成到期兑付,已触发"19远高01", "19远高02"的交叉违约保护条款。		CC	C	AA	4.00	7.00	民营企业
宁夏远高实业集团有限公司	19远高01	2020-11-23	同上。		CC	C	AA	1.00	7.50	民营企业
华晨汽车集团控股有限公司	19华汽债02	2020-11-20	"19华汽债02"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	10.00	5.80	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	19华晨06	2020-11-20	"19华晨06"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	12.00	6.50	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	19华晨04	2020-11-20	"19华晨04"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	20.00	6.50	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	19华汽02	2020-11-20	"19华汽02"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	10.00	5.80	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	18华汽03	2020-11-20	"18华汽03"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	20.00	5.80	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	18华汽债03	2020-11-20	"18华汽债03"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	20.00	5.80	地方国有企业
华晨汽车集团控股有限公司	19华汽债01	2020-11-20	"19华汽债01"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	11.00	5.80	地方国有企业
华晨汽车集团	19华汽01	2020-11-	"19华汽01"被视为提前到期,公司未能按时足额兑付本息。		C	C	AAA	11.00	5.80	地方国有企业

控 股 有 限 公 司		20								企 业
华 晨 汽 车 集 团 控 股 有 限 公 司	19 华 晨 02	2020 -11-20	"19 华 晨 02"被 视 为 提 前 到 期,公 司 未 能 按 时 足 额 兑 付 本 息。		C	C	AAA	10.00	6.50	地 方 国 有 企 业
华 晨 汽 车 集 团 控 股 有 限 公 司	20 华 集 01	2020 -11-20	"20 华 集 01"被 视 为 提 前 到 期,公 司 未 能 按 时 足 额 兑 付 本 息。		C	C	AAA	7.00	5.95	地 方 国 有 企 业
华 晨 汽 车 集 团 控 股 有 限 公 司	19 华 集 01	2020 -11-20	"19 华 集 01"被 视 为 提 前 到 期,公 司 未 能 按 时 足 额 兑 付 本 息。		C	C	AAA	10.00	6.20	地 方 国 有 企 业
华 晨 汽 车 集 团 控 股 有 限 公 司	19 华 晨 05	2020 -11-20	"19 华 晨 05"被 视 为 提 前 到 期,公 司 未 能 按 时 足 额 兑 付 本 息。		C	C	AAA	8.00	6.50	地 方 国 有 企 业
北 京 桑 德 环 境 工 程 有 限 公 司	19 桑 德 工 程 SCP001	2020 -11-20	2019 年 发 行 人 所 属 环 保 行 业 面 临 多 重 挑 战。今 年 受 到 疫 情 影 响,发 行 人 在 湖 北 地 区 及 多 个 受 疫 情 影 响 区 域 的 项 目 暂 缓 开 工,外 部 融 资 无 法 按 照 预 期 进 度 推 进,经 营 回 款 放 缓,公 司 内 部 可 用 资 金 不 足。“19 桑 德 工 程 SCP001”应 于 2020 年 11 月 20 日 兑 付 本 息。至 2020 年 11 月 20 日 营 业 终 了,发 行 人 未 能 按 照 约 定 将 兑 付 金 额 按 时 足 额 划 至 托 管 机 构。			C	AA	5.00	6.50	中 外 合 资 企 业
福 建 福 晟 集 团 有 限 公 司	18 福 晟 02	2020 -11-19	公 司 应 于 2020 年 11 月 19 日 支 付 “18 福 晟 02” 的 本 金 及 利 息 共 计 6.31 亿 元。截 至 本 公 告 出 具 之 日,我 公 司 尚 未 支 付 “18 福 晟 02” 利 息 及 回 售 本 金。		C	C	AA+	10.00	7.90	民 营 企 业

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》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。报告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。

