



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Weekly Outlook

2021.4.2 (YicaiRI WO21-037)

吴越、于明/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

## 季报：一季度主权信用评级负面调整数量明显下降

### 摘要

2021 年一季度，三大国际评级机构的观点主要体现在疫情影响、经济复苏、金融风险、ESG 带来的影响、行业发展五个方面。

随着全球主要经济体经济活动及预期改善，2021 年一季度，三大国际评级机构主权信用评级下调及信用展望负面调整（归在“不变”行动中）数量环比明显下降，评级下调数量减少近半，但负面评级行动仍高于疫情在国际间广泛传播前的去年一季度。

2021 年一季度，国内信用债发行主体遭负面评级行动的数量明显增多，同比增长 115%。按万得二级行业分类，负面评级调整最多的是运输行业，主要受疫情导致的出行人数下降影响，但随着国内疫苗接种范围扩大，旅行预订人数已出现明显回升，运输业需求正不断改善。其次是房地产和资本货物业。

2021 年一季度，国内信用债违约数量和余额均较去年四季度有所减少，但都高于去年一季度。与去年一季度中央国有企业债券违约较多的特点不同的是，2021 年一季度延续了去年四季度地方国有企业债券违约较多的趋势，地方国有企业违约债券余额占比达到 50%。

标普表示，虽然经济复苏仍然存在高度不平衡和不确定，但似乎将在 2021 年年中加速，尤其是美国。由于北美、中国和印度前景进一步改善，主要经济体 2020 年四季度 GDP 数据普遍高于预测，标普将 2021 年全球 GDP 增长预测上调了 50 个基点，至 5.5%。

过去一周（3 月 25 日至 4 月 1 日），三大国际评级公司无主权评级下调，上调 1 次。具体来看，惠誉将越南长期本、外币主体违约等级 BB 的展望调整为正面。依据为该国的经济增长和公共财政对疫情有较好的抵御能力。

过去一周（3 月 25 日至 4 月 1 日），国内债券主体评级下调 4 次，涉及主体 4 家。按万得二级行业分类，其中 2 家属于保险业，1 家属于技术硬件与设备，1 家属于资本货物。

过去一周（3 月 25 日至 4 月 1 日），国内无债券主体评级上调。

过去一周（3月25日至4月1日），国内债券违约5起，涉及公司为安徽省华安外经建设(集团)有限公司、紫光集团有限公司、成龙建设集团有限公司、康美药业股份有限公司，3家民营企业，1家中央国有企业。

## 正文

### 【评级机构观点季度汇总】

2021 年一季度，三大国际评级机构的观点主要体现在疫情影响、经济复苏、金融风险、ESG 带来的影响、行业发展五个方面，具体如下：

#### ● 疫情影响

穆迪认为疫情冲击放大脆弱点，2021 年亚太区主权信用展望负面（2021. 1. 11）。穆迪表示，新冠疫情的广泛影响及政府采取的控制措施已对亚太区经济、财政和社会造成冲击，并且冲击会在 2021 年持续，因此，对 2021 年亚太地区整体主权信用展望为负面。惠誉认为疫情加剧行业结构转变，推升长期信贷风险（2021. 1. 11）。惠誉表示，疫情加速并深化了多个行业的结构变化，这可能导致它们的经营环境在某种程度上受到永久性削弱，增加其面临的长期下行信用压力。受影响严重的行业包括可选零售、航空、住宿、休闲、石油和天然气业以及部分商业地产。标普认为疫情推升主权债务规模具有负面信用影响（2021. 3. 3）。根据标普对全球 135 个国家主权债务的调查，2020 年，受新冠肺炎大流行影响，主权债务出现前所未有的飙升。标普表示，各国财政空间收紧将损害国家主权信用评级。标普预计，2021 年全球主权债务将达到 12.6 万亿美元，比 2020 年降低 20%，但比疫情前的平均水平高 50%。惠誉认为新冠疫情对评级的影响仍在，但评级趋势转向积极（2021. 3. 24）。惠誉表示，过去一个月，各类主体评级整体企稳和正面展望修订步伐加快，在企业、主权、金融机构和公共财政部门中有 135 家发行人评级展

望被调为正面或被纳入上调审查。如今与疫情直接有关的评级下调数量已大幅下降。

## ● 经济复苏

穆迪认为亚洲各国复苏速度不一，结构性转变将加大信用质量差异（2021. 1. 28）。穆迪表示，与其他地区相比，亚洲在 2021 年抵御新冠肺炎疫情对经济持续冲击的能力更强。不过与全球趋势一致，2021 年亚洲经济活动和生活水平将低于疫情前的预测。政府政策空间、供应链重组和数字化发展的速度不一将凸显该地区各经济体之间的信用质量差异。标普认为亚洲需求疲弱抑制复苏，还可能加剧贸易紧张（2021. 2. 4）。标普表示，亚太地区对疫情管理有方。与世界其它地区相比，亚洲面临的健康和经济挑战要温和得多。然而，亚洲内需疲软以及对出口的依赖可能会抑制其复苏，并加剧与西方的贸易紧张关系。穆迪认为 G20 经济体将在 2021 年恢复增长，但不均衡（2021. 2. 23）。穆迪预期，G20 国家 2021 年的实际 GDP 都将较去年有所增长，但一些国家将需要更长时间才能恢复全部生产能力。财政和货币政策应对以及疫情管理将发挥关键作用。受新刺激措施推动，美国将在 2021 年和 2022 年引领全球服务需求复苏。中国在 2020 年的表现最为强劲。欧洲经济体由于财政刺激力度不足、疫苗推广速度较慢，将需要更长时间才能完全恢复。很多新兴市场国家的病毒形势仍不明朗。惠誉认为美国财政刺激计划出台，上调全球 GDP 预测（2021. 3. 17）。惠誉将 2021 年全球 GDP 增长的预测从 2020 年 12 月的 5.3% 上调为 6.1%。2021 年全球 GDP 预计将比疫情前的

2019 年增长 2.5%。全球预测修正的主要驱动力是美国最近通过的远大于预期的 1.9 万亿美元财政刺激方案。惠誉认为中期内美债收益率面临上行压力 (2021. 2. 24)。惠誉认为，中期内美国政府债券收益率可能面临进一步上升的压力，因为巨大的刺激措施加速了经济复苏，核心通胀率将回升至 2%，美国长期通胀风险上升。

## ● 金融风险

穆迪认为随着监管机构力图遏制系统性风险，中国影子银行活动继续减弱 (2021. 1. 4)。穆迪表示，虽然 2020 年前三季度中国采取了宽松的货币政策以支持疫后经济复苏，但由于中国政府仍注重于控制金融体系风险，影子银行活动的整体下滑趋势仍在继续。穆迪认为中国设立房地产贷款集中制度对银行具有正面信用影响，但对房地产开发商具有负面信用影响 (2021. 1. 8)。2020 年 12 月 28 日，中国人民银行和银保监会联合发布《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》。穆迪表示，新规对中国银行业具有正面信用影响，但对房地产开发商具有负面信用影响。因为新规将限制房地产贷款集中度，并帮助解决房市过热可能削弱银行体系稳定性的问题；而房地产开发商的销售增速及流动性将因信贷渠道受限而转弱。穆迪认为中国证券化市场随经济恢复回暖 (2021. 3. 2)。2020 年四季度，中国共发行了 90 笔证券化交易，金额 4306.9 亿元，较 2019 年四季度增加 20 笔，金额增加 679 亿元。随着经济从疫情的低迷中持续复苏，穆迪预计，2021 年住房抵押贷款支持证券 (RMBS) 和汽车贷款资产支持证券 (ABS) 的违约率将保持在

低位，消费贷款 ABS 的违约率将在未来几个月趋于稳定。标普认为亚洲新兴经济体的复苏能承受再通胀交易考验（2021. 3. 17）。标普表示，美国国债收益率上升的冲击不是每次都一样，只要美国国债收益率上升反映的是再通胀（reflation，指经济增长和通胀上涨一起加速），而不是 2013 年那样的货币冲击，亚洲新兴经济体的复苏就应能够承受得住其影响。标普认为全球地方政府年借款将升至 2.25 万亿美元（2021. 3. 25）。标普表示，一旦疫情得到控制，经济复苏将使得各国逐步取消刺激计划，但是持续的基础设施投资需求、不断上升的再融资需求和中央政府财政支持的减少，将导致全球地方政府债务膨胀。标普预计，2021 至 2022 年全球地方政府每年借贷将达到创纪录的 2.25 万亿美元，大约比疫情前的平均水平高出三分之一。标普认为，大多数地方政府能够承受不断上升的债务，而不损害其信用质量，尤其是发达市场的许多地方政府，而新兴市场的地方政府面临更大困难，2020 年初以来，标普下调了新兴市场国家中 22 个地方政府的评级。

### ● ESG 带来的影响

惠誉认为 2021 年 ESG 对战略、融资和政策的影响力将上升（2021. 1. 15）。惠誉表示，政策、公司治理框架、金融机构贷款和投资决策越来越多的纳入可持续考虑，这一趋势使得 2021 年 ESG 对战略、融资和政策的影响力将上升。穆迪认为 ESG 指标对主权信用评级影响不一但总体呈负面影响（2021. 1. 18）。ESG 因素对不同国家的影响存在较大差异。对发达经济体而言，ESG 因素对大多数主体无影响或影响较小。

与之相对的是，60%的发展中经济体会受到“大负面影响”或“非常大负面影响”。总体来看，ESG 因素对主权信用质量具有负面影响，环境和社会因素的负面影响比治理因素更大。

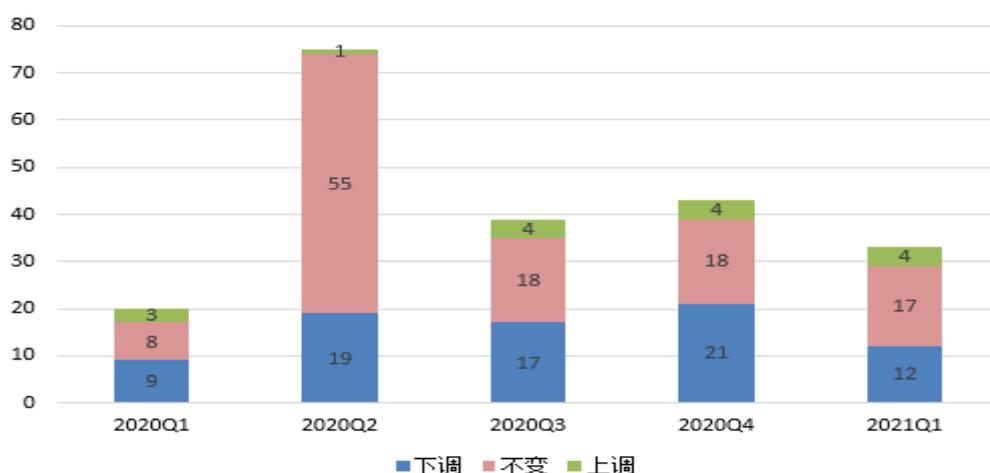
## ● 行业发展

穆迪认为尽管国内航空流量复苏，但中国飞机租赁业 2021 年仍面临信用挑战（2021. 2. 1）。穆迪表示，中国国内航空流量的复苏缓冲了中国飞机租赁公司面临的大部分直接风险，但全球航空业复苏的迟缓仍令其信用状况承压。穆迪认为零售与餐饮消费强劲反弹对经营企业具有正面信用影响（2021. 2. 22）。中国商务部于 2 月 17 日发布报告，称春节黄金周（2 月 11-17 日）期间国内零售和餐饮消费强劲反弹，比 2020 年春节黄金周增长 28.7%，比 2019 年春节黄金周增长 4.9%。穆迪表示，中国消费者线上及线下产品与服务消费的强劲反弹对百货商店运营企业具有正面信用影响。

## 【信用评级季度汇总】

随着全球主要经济体经济活动及预期改善，2021 年一季度，三大国际评级机构主权信用评级下调及信用展望负面调整（归在“不变”行动中）数量环比明显下降，评级下调数量减少近半，但负面评级行动仍高于疫情在国际间广泛传播前的去年一季度。

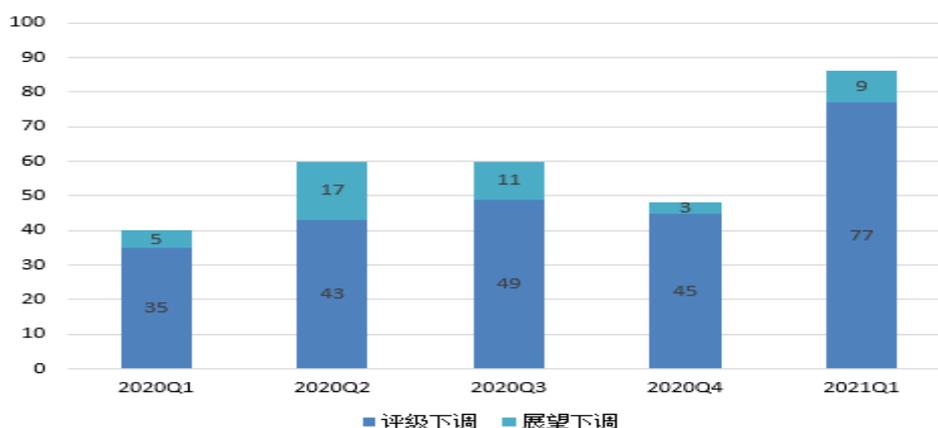
图 1 三大国际评级机构主权信用评级行动趋势



来源：第一财经研究院、Wind

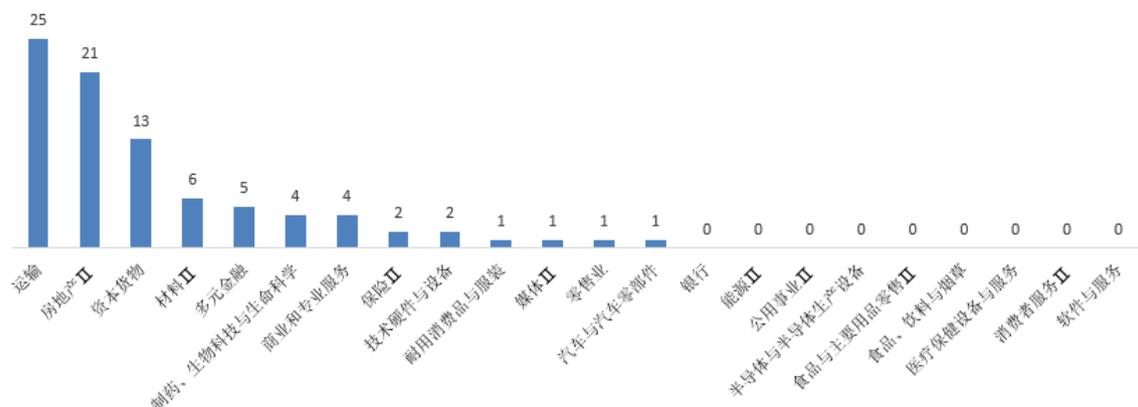
2021 年一季度，国内信用债发行主体遭负面评级行动的数量明显增多，同比增长 115%。按万得二级行业分类，负面评级调整最多的是运输行业，主要受疫情导致的出行人数下降影响，但随着国内疫苗接种范围扩大，旅行预订人数已出现明显回升，运输业需求正不断改善。其次是房地产和资本货物业。

图 2 国内信用债发行主体遭负面评级调整趋势



来源：第一财经研究院、Wind

图3 一季度国内遭负面评级调整主体的行业分布

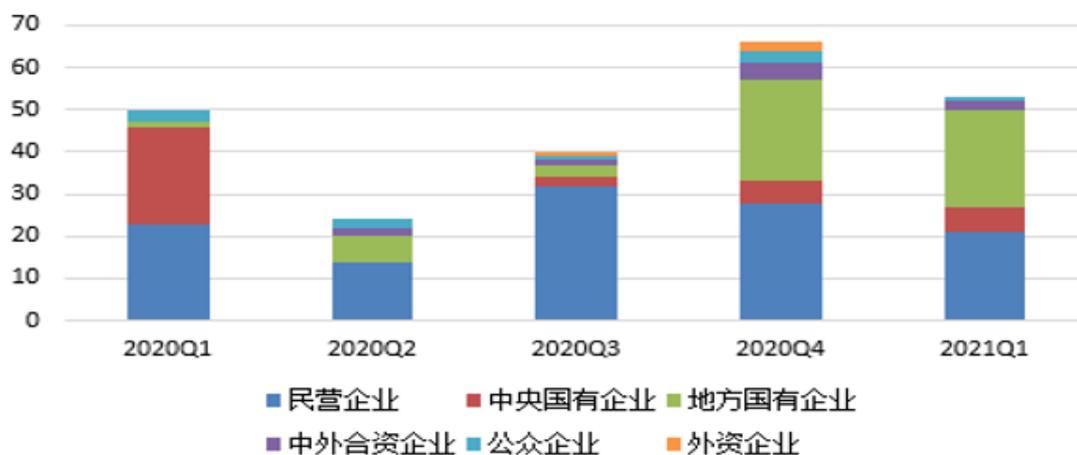


来源：第一财经研究院、Wind

2021年一季度，国内信用债违约数量和余额均较去年四季度有所减少，但都高于去年一季度。与去年一季度中央国有企业债券违约较多的特点不同的是，2021年一季度延续了去年四季度地方国有企业债券违约较多的趋势，地方国有企业违约债券余额占比达到50%。这些违约已经在一定程度上影响了市场情绪，并将在未来对相关企业债务成本和融资渠道产生负面影响。为此，3月26日国务院国有资产监督管理委员会发布了《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》。新规旨在防范地方政府的或有负债风险，要求地方政府通过地方国资委的量化风险监测预警机制密切监测国企债务和杠杆，政府按“一企一策”确定管控目标，推动高负债国企的资产负债率回归行业合理水平。穆迪指出，这将促使中国地方国有企业减少举债，并剥离高风险或低回报的非主营业务，对于受评地方非金融国企具有正面信用影响。

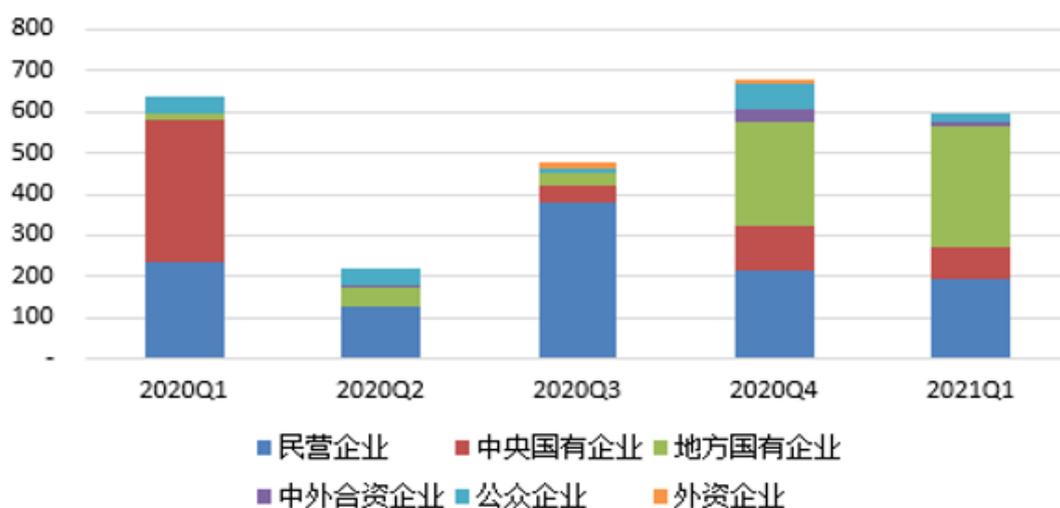
另一个趋势是，自去年三季度以来，民营企业违约数量和余额逐步降低。2021年一季度，民营企业违约债券余额同比下降18%。

图 4 一季度国内信用债违约数量有所降低



来源：第一财经研究院、Wind

图 5 一季度国内违约债券余额（亿元）有所降低



来源：第一财经研究院、Wind

## 【一周经济观点】

标普：上调全球经济增长预测。（2021. 3. 31）

标普表示，虽然经济复苏仍然存在高度不平衡和不确定，但似乎将在 2021 年年中加速，尤其是美国。由于北美、中国和印度前景进一步

改善，主要经济体 2020 年四季度 GDP 数据普遍高于预测，标普将 2021 年全球 GDP 增长预测上调了 50 个基点，至 5.5%。

自疫情开始以来，产出的不平衡格局仍然存在。美国的增长主要来自相对强劲的家庭支出，而东亚的增长主要受益于强劲的工业生产和出口，欧洲则介于两者之间，受益于不断改善但仍然受限的消费和世界贸易。

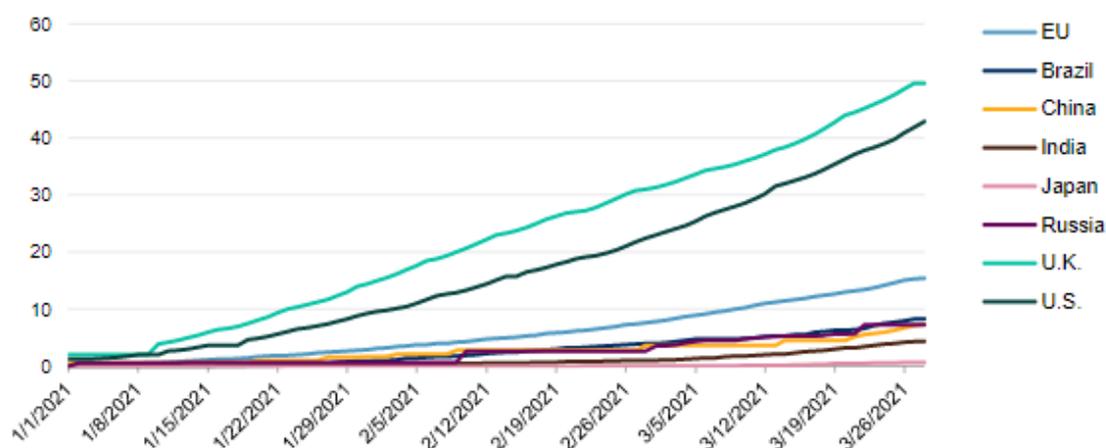
图 6 标普最新经济预测及与此前预测的变化

	Current forecast (%)					Change from previous forecast (%)***			
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023
<b>U.S.</b>	(3.5)	6.5	3.1	1.7	2.1	0.4	2.3	0.0	(0.4)
<b>Eurozone</b>	(6.8)	4.2	4.4	2.1	1.6	0.4	(0.7)	0.5	(0.1)
<b>China</b>	2.3	8.0	5.1	5.0	4.8	0.3	1.0	0.1	0.0
<b>India*</b>	(8.0)	11.0	6.1	6.3	6.4	1.0	1.0	0.0	0.1
<b>Japan</b>	(4.9)	2.7	2.0	1.0	0.9	0.6	0.0	0.7	0.1
<b>Russia</b>	(3.1)	3.3	2.5	2.0	2.0	0.4	0.4	(0.2)	0.0
<b>Brazil</b>	(4.4)	3.4	2.5	2.4	2.3	0.4	0.2	0.0	(0.2)
<b>U.K.</b>	(9.9)	4.3	6.8	2.2	1.8	1.1	(1.7)	1.8	(0.3)
<b>World**</b>	(3.5)	5.5	4.2	3.6	3.4	0.5	0.5	0.2	0.0

来源：标普

疫苗方面的消息让人们看到了疫情结束的希望。新疫苗的推出速度正在加快，但疫苗接种和病毒突变之间存在着一场竞赛。在疫苗推广方面，英国和美国表现较好，亚洲普遍滞后。

图 7 主要经济体每百人新冠疫苗接种剂数



注：截至 2021 年 3 月 21 日。

来源：标普

广泛免疫将有助于社会和经济活动恢复到正常水平。标普认为，大多数发达经济体有望在三季度实现普遍免疫，一些新兴市场可能要到年底或更晚才能实现这一目标。

### 【主权信用评级】

过去一周（3月25日至4月1日），三大国际评级公司无主权评级下调，上调1次。具体来看，惠誉将越南长期本、外币主体违约等级BB的展望调整为正面。依据为该国的经济增长和公共财政对疫情有较好的抵御能力。（2021.4.1）

### 【国内发行人信用评级】

过去一周（3月25日至4月1日），国内债券主体评级下调4次，涉及主体4家。按万得二级行业分类，其中2家属于保险业，1家属于技术硬件与设备，1家属于资本货物。

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
紫光集团有限公司	C		2021-03-26	CC		2021-03-18	中诚信
长安责任保险股份有限公司	BBB+	列入评级观察	2021-03-30	A-	稳定	2020-12-21	中债资信
九通基业投资有限公司	C		2021-03-25	CCC		2021-03-01	中诚信
百年人寿保险股份有限公司	A	稳定	2021-03-31	A+	列入评级观察(可能调低)	2020-12-21	中债资信

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（3月25日至4月1日），国内无债券主体评级上调。

### 【国内债券违约】

过去一周（3月25日至4月1日），国内债券违约5起，涉及公司为安徽省华安外经建设(集团)有限公司、紫光集团有限公司、成龙建设集团有限公司、康美药业股份有限公司，3家民营企业，1家中央国有企业。

表 2 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
安徽省华安外经建设(集团)有限公司	18皖经建MTN002	2021-03-29	2021年3月29日是安徽省外经建设(集团)有限公司2018年度第二期中期票据的付息日。截至今日日终,银行间市场清算所股份有限公司仍未收到安徽省外经建设(集团)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	7.50	民营企业
紫光集团有限公司	17紫光03	2021-03-29	因公司流动资金紧张,截至目前公司未能按照约定筹措足额兑付付息资金,无法按时足额兑付利息。	北京紫光通信科技集团有限公司	CC	C	AAA	7.5	5.85	中央国有企业
成龙建设集团有限公司	19成龙01	2021-03-29	由于公司流动性紧张,未能落实偿债资金,不能按时支付本期债券到期利息。		C	C	AA	2	7.60	民营企业
康美药业股份有限公司	18康美MTN002	2021-03-29	2021年3月29日是康美药业股份有限公司2018年度第二期中期票据的付息兑付日。截至今日日终,银行间市场清算所股份有限公司仍未收到康美药业股份有限公司支付的付息兑付资金,暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。		C	C	AA+	10	6.10	民营企业
紫光集团有限公司	19紫光02	2021-03-25	因公司流动资金紧张,截至目前公司未能按照约定筹措足额资金,无法按期足额兑付利息和回售资金。	北京紫光通信科技集团有限公司	C	C	AAA	20	4.94	中央国有企业

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。

