



Committed to Improving
Economic Policy.

Weekly Outlook

2021.4.29 (YicaiRI WO21-051)

吴越、于明/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

专业化程度高成为全球半导体供应链面临的挑战

摘要

标普表示，拜登上台并未改变中美紧张关系，预计针对中国实体的科技禁令、关税和并购审查仍将持续，但会采取更加多边和可预测的方式。中美在国际舞台上越来越将彼此视为竞争对手，但两国之间仍需一定程度的开放与合作。随着电子终端市场的不断拓展，标普预计，半导体市场规模在 2021 年将延续长期增长趋势。目前的芯片短缺暴露出供应链上存在的问题。标普预计，未来几年将维持少数几家供应商主导大量高端制造能力的市场格局，美国将继续依赖亚洲生产，目前芯片短缺的问题可能将延续至 2022 年初。

标普表示，美国投机级债券表现良好，“不良债务率”降至 14 年来低点。标普用投机级债券的“不良债务率”（distress debt ratio），即经期权调整后利差超过 1000 个基点的投机级债券数量占投机级债券总数之比，来衡量其市场表现。3 月，美国投机级债券“不良债务率”从一年前 35.2% 的峰值降至 2007 年 10 月来的低位（3.4%）。标普预计，今年年底美国投机级债券的违约率将降至 5.5%。分行业看，截至 2021 年 3 月 31 日，绝大多数行业投机级债券的“不良债务率”同比下降，其中石油行业降至 10.7%，仍是目前“不良债务率”最高的行业。

过去一周（4 月 19 日至 27 日），三大国际评级公司主权评级下调 1 次，上调 1 次。具体来看，穆迪将博茨瓦纳的评级由 A2 下调为 A3；标普将希腊的评级由 BB- 上调为 BB。

过去一周（4 月 19 日至 27 日），国内债券主体评级下调 4 次，涉及主体 2 家。按万得二级行业分类，1 家属于医疗保健设备与服务，1 家属于制药、生物科技与生命科学。

过去一周（4 月 19 日至 27 日），国内债券主体评级上调 2 次，涉及主体 2 家。按万得二级行业分类，1 家属于多元金融，1 家属于资本货物。

过去一周（4 月 19 日至 27 日），国内债券违约 9 起，涉及的公司为北京信威通信技术股份有限公司、同济堂医药有限公司、天津房地产集团有限公司、北讯集团股份有限公司、新华联控股有限公司、康美药业股份有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、中融新大集团有限公司，其中 7 家民营企业，1 家地方国有企业。

正文

【经济观点】

标普：专业化程度高成为全球半导体供应链面临的挑战。(2021. 4. 26)

标普表示，拜登上台并未改变中美紧张关系，预计针对中国实体的科技禁令、关税和并购审查仍将持续，但会采取更加多边和可预测的方式。美国在 4G 技术上的领先催生了苹果、高通、博通等科技巨头。在 5G 和其他新兴技术领域，一场新的较量正在酝酿。中美在国际舞台上越来越将彼此视为竞争对手。地缘政治风险会影响到科技产业复杂的供应链，甚至造成供应中断，比如美国对中国出口商品加征的关税，对“实体清单”企业采取的出口限制，但双方都会有所克制。

两国之间需要一定程度的开放与合作。一方面，中国需要从美国供应商那里获得关键技术，比如半导体设备、芯片设计软件、软件操作系统等。另一方面，美国科技公司也需要考虑中国的市场和制造能力，美国政府的目标不是要让世界上最大的两个经济体脱钩，而是要维持一个市场准入不受限制、知识产权受到保护的全球科技生态系统。

随着电子终端市场的不断拓展，标普预计，半导体市场规模在 2021 年将延续长期增长趋势。

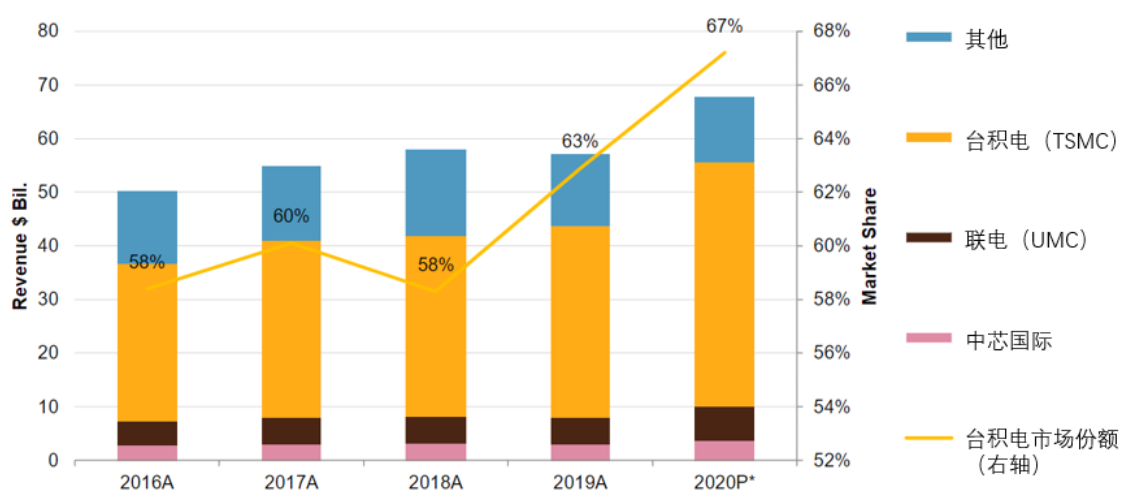
目前的芯片短缺暴露出供应链上存在的问题。疫情使半导体供应受阻，而经济复苏和远程办公、远程学习的趋势刺激了消费电子产品的需求。手机和电脑市场的需求占全球半导体需求的 50%-60%，汽车需求占比 10%-15%，由于关键制造资源被投入到手机和电脑等产品所用芯片上，

汽车行业部分产能被迫闲置。

随着芯片生产的资本密集度上升，代工企业的重要性进一步提高。过去，很多半导体企业为了提高效率、降低成本，采用了将生产过程外包的 fab-lite 运营模式。随着缩小芯片制程（7nm 及以下）成本的上升，进一步抑制了芯片设计商，尤其是高端芯片设计商自建工厂的可能。这导致了外包增加和高端芯片制造企业数量的紧缩。由于扩充产能通常需要至少一年时间，投资高达 150 亿至 200 亿美元，标普预计，未来几年将维持少数几家供应商主导大量高端制造能力的市场格局。

美国半导体设计全球份额超过 50%，但产能占比降至 12% 左右，全球约 75% 的产能在亚洲地区，其中台积电（TSMC）处于全球领先地位，占全球高端芯片产能一半以上。由于产能扩大和客户资质认定面临的挑战，标普预计美国将继续依赖亚洲生产，目前芯片短缺的问题可能将延续至 2022 年初。

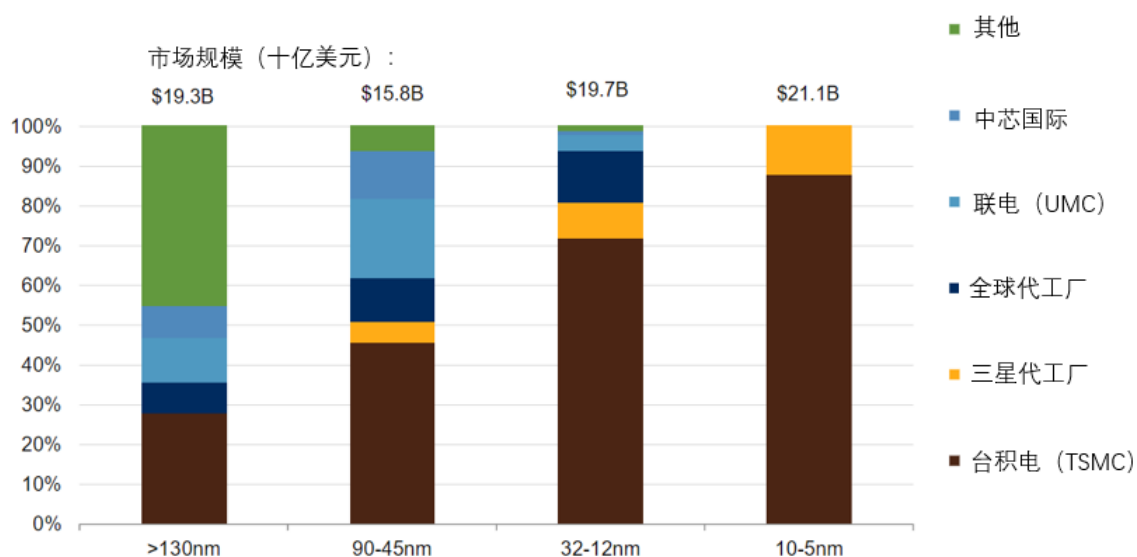
图 1 全球芯片代工企业市场规模



注：2020 年数据来自 ICinsights2020 年 9 月预测。

来源：标普

图 2 不同制程芯片全球代工厂市场份额占比



来源：标普

标普认为，全球半导体产业链的风险在于生产过度依赖部分地缘政策风险较高地区的企业。

另一方面，欧美在芯片生产的上游领域占据着主导地位，涉及半导体设备和半导体材料领域，行业保持高度的专业化分工，各国对半导体设备市场的并购均保持非常谨慎的态度，能够获批的案例有限。

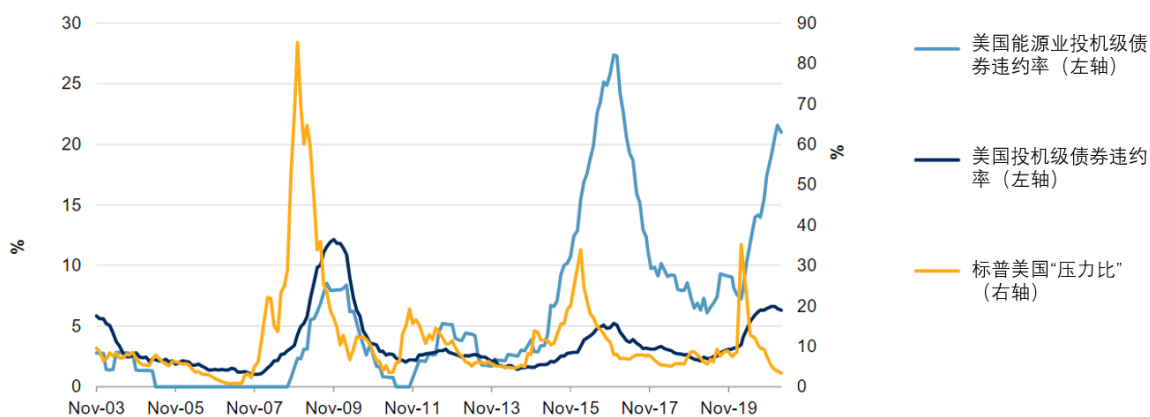
标普：美投机级债券的“不良债务率”降至 14 年来低点。(2021. 4. 27)

标普表示，美国投机级债券表现良好，“不良债务率”降至 14 年来低点。标普用投机级债券的“不良债务率” (distress debt ratio)，即经期权调整后利差超过 1000 个基点的投机级债券数量占投机级债券总数之比，来衡量其市场表现。3 月，美国投机级债券“不良债务率”从一年前 35.2% 的峰值降至 2007 年 10 月来的低位 (3.4%)。

虽然更高的增长和通胀预期推动美国国债收益率上升，但截至 3 月 31 日，投机级债券收益率仍维持在 370 个基点的两年来低点。截至 3 月 31 日，CCC 级及以下评级债券的信用利差为 643 个基点，约为 2020 年峰值水平的三分之一。

同时，美国投机级债券违约率的上行趋势开始趋于平缓，3 月为 6.3%，较上月下降 0.1 个百分点。虽然整体违约率有所下降，但能源行业的违约率仍远高于长期平均水平。标普预计，今年年底美国投机级债券的违约率将降至 5.5%。

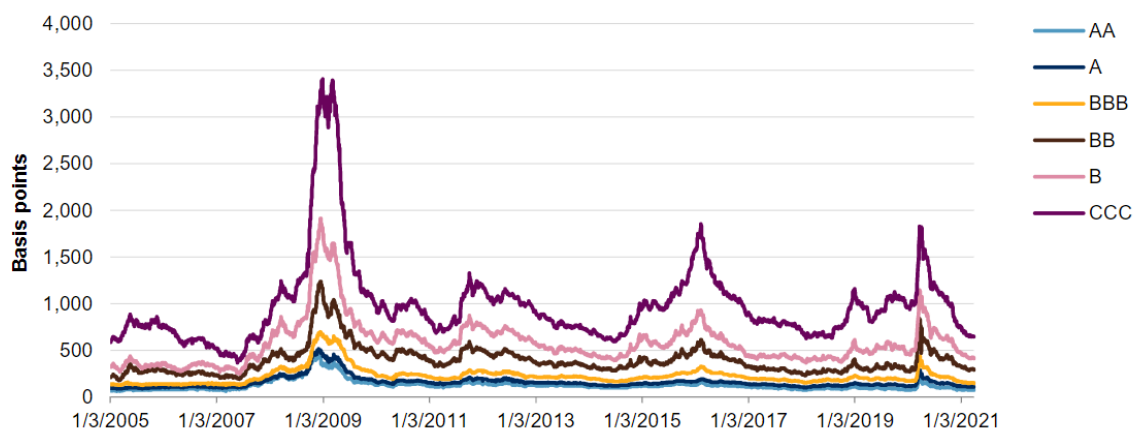
图 3 美投机级债券“不良债务率”降至 14 年来低位，违约率趋于平缓



注：数据截至 2021 年 3 月 31 日。标普的“不良债务率”指经期权调整后利差超过 1000 个基点的投机级债券数量占投机级债券总数的比例。

来源：标普

图 4 美国各评级信用债利差降至两年来低位



注：数据截至 2021 年 3 月 31 日。

来源：标普

分行业看，截至 2021 年 3 月 31 日，绝大多数行业投机级债券的“不良债务率”同比下降，其中石油行业降至 10.7%，仍是目前“不良债务率”最高的行业，该行业发行人评级展望为负面的占比远高于历史平均水平，2020 年“不良债务率”的峰值为 95.3%。

【主权信用评级】

过去一周（4 月 19 日至 27 日），三大国际评级公司主权评级下调 1 次，上调 1 次。具体来看，穆迪将博茨瓦纳的评级由 A2 下调为 A3；标普将希腊的评级由 BB- 上调为 BB。

● 主权评级下调

穆迪将博茨瓦纳长期本、外币主体违约等级由 A2 下调为 A3。依据为疫情引发的冲击加剧了该国财政实力的恶化。（2021.4.23）

● 主权评级上调

标普将希腊长期本、外币主体违约等级由 BB- 上调为 BB。依据为随着疫情的不利影响消退，该国的经济将迅速改善。政府的政策将加快结构性改革和预算整合，此外，经济也将从欧盟发放的赠款和贷款中得到额外的刺激。（2021.4.23）

【国内发行人信用评级】

过去一周（4月19日至27日），国内债券主体评级下调4次，涉及主体2家。按万得二级行业分类，1家属于医疗保健设备与服务，1家属于制药、生物科技与生命科学。

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
新疆同济堂健康产业股份有限公司	CC		2021-04-23	B		2021-03-02	中诚信
新疆同济堂健康产业股份有限公司	C		2021-04-27	CC		2021-04-23	中诚信
同济堂医药有限公司	CC		2021-04-23	B		2021-03-02	中诚信
同济堂医药有限公司	C		2021-04-27	CC		2021-04-23	中诚信

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（4月19日至27日），国内债券主体评级上调2次，涉及主体2家。按万得二级行业分类，1家属于多元金融，1家属于资本货物。

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
中建投租赁股份有限公司	AAA	稳定	2021-04-19	AA+	稳定	2017-07-18	联合资信
大连时泰城市建设发展有限公司	AA+	稳定	2021-04-23	AA+	负面	2020-06-23	中诚信

来源：第一财经研究院、Wind

【国内债券违约】

过去一周（4月19日至27日），国内债券违约9起，涉及的公司为北京信威通信技术股份有限公司、同济堂医药有限公司、天津房地产集团有限公司、北讯集团股份有限公司、新华联控股有限公司、康美药业股份有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、中融新大集团有限公司，其中7家民营企业，1家地方国有企业。

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
北京信威通信技术股份有限公司	16信威02	2021-04-27	由于公司融资能力受限,公司整体资金压力大,无法按期支付“16信威02”本金及利息。		AA	AA	AA	4.97	7.80	民营企业
同济堂医药有限公司	18同济02	2021-04-26	2020年度国内突发新冠疫情,且公司及同济堂医药主要经营地区处于重点疫情区域。同济堂医药2020年受上述不可抗力因素的影响,流动资金阶段性紧张,暂无法按期兑付债券,同时对同济堂医药再融资产生较大影响。截至本公告披露之日,“18同济02”尚未兑付本金及利息22,990.00万元。	新疆同济堂健康产业股份有限公司	C	C	AA	2.00	7.80	民营企业

同济堂医药有限公司	18 同济 01	2021 -04- 26	2020 年度国内突发新冠疫情,且公司及同济堂医药主要经营地区处于重点疫情区域。同济堂医药 2020 年受上述不可抗力因素的影响,流动资金阶段性紧张,暂无法按期兑付债券,同时对同济堂医药再融资产生较大影响。截至本公告披露之日,“18 同济 01”尚未兑付本金及利息 23,040.00 万元。	新疆 同济堂健康产业股份有限公司	C	C	AA	2.20	7.80	民营企业
天津房地产集团有限公司	16 天房 03	2021 -04- 26	公司目前资金紧张,截至 2021 年 4 月 26 日,公司仍未能足额筹措兑付资金,公司无法按期足额偿付本期债券应付的本金及利息。			AA+	AA+	7.00	7.70	地方国有企业
北讯集团股份有限公司	18 北讯 03	2021 -04- 26	截至目前,公司无法足额支付本期债券 2019 年度、2020 年度、2021 年度利息及本期债券本金。		C	C	AA	7.63	8.00	民营企业
新华联控股有限公司	18 新华 联控 MTN0 01	2021 -04- 23	新华联控股有限公司(以下简称“发行人”)于 2018 年 4 月 23 日公开发行 2018 年度第一期中期票据。因受新冠肺炎疫情不可抗力因素严重影响,2020 年 4 月 20 日,新华联控股有限公司 2018 年度第一期中期票据第二次持有人会议召开,全体债券持有人一致同意与发行人签订了《新华联控股有限公司 2018 年度第一期中期票据第二个计息年度的利息延期兑付协议》,将“18 新华联控 MTN001”第二个计息年度利息兑付日延期至 2021 年 4 月 23 日。截至兑付日终,发行人未能按照约定将“18 新华联控 MTN001”第二个及三个计息年度利息按时足额划至托管机构,已构成实质违约。		CC	C	AA+	5.00	8.00	民营企业
康美药业股份有限公司	18 康美 MTN0 03	2021 -04- 20	2021 年 4 月 20 日是康美药业股份有限公司 2018 年度第三期中期票据的付息兑付日。截至今日终,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		C	C	AA+	10.00	5.50	民营企业

			券的付息兑付工作。							
华夏幸福基业股份有限公司	20 华夏幸福 MTNO 02	2021 -04- 20	2021年4月20日是华夏幸福基业股份有限公司2020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华夏幸福基业股份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	AAA	5.00	5.17		民营企业
中融新大集团有限公司	18 中融新大 MTNO 02	2021 -04- 19	受全国焦化行业去产能,省内焦化行业限产及疫情等因素影响,公司近年来焦化产能产量均有所下降,经营性现金流有所减少;受金融去杠杆的影响,公司近年来无法新增融资,融资性现金流持续净流出,流动性持续紧张。在疫情过后的经济恢复期,公司在保生产、稳就业的同时,无法筹措资金兑付本期中票的利息。	C	C	AAA	6.49	8.00		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。