



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Weekly Outlook

2021.7.15 (YicaiRI WO21-081)

于明/第一财经研究院研究员

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

市场跟踪

市场与监管

### 评级机构观点跟踪

## 中国房地产合约销售增速将放缓 受评国企 杠杆率将会下降

### 摘要

穆迪预计，随着 2020 年上半年低基数效应的减退，中国房地产合约销售额增速将继续放缓，信贷环境收紧及投资者信心较弱将继续影响房地产开发商融资。

穆迪认为，随着 EBITDA 增速上升和债务增速放缓，估计 2021 和 2022 年受评中国国企的整体平均调整后债务/EBITDA 比率将小幅下降；但该比率仍将高于 2017-2019 年。

过去一周（7 月 6 日至 7 月 13 日），三大国际评级公司主权评级下

调 2 次，无上调。具体来看，惠誉将突尼斯长期本、外币主体违约等级由 B 调整为 B-；将菲律宾长期本、外币主体违约等级 BBB 的展望由稳定调整为负面。

过去一周（7 月 6 日至 7 月 13 日），国内债券主体评级下调 8 次，涉及主体 3 家。按万得二级行业分类，1 家属于资本货物，1 家属于房地产，1 家属于保险。

过去一周（7 月 6 日至 7 月 13 日），国内债券主体评级下调 8 次，涉及主体 3 家。按万得二级行业分类，1 家属于资本货物，1 家属于房地产，1 家属于保险。

过去一周（7 月 6 日至 7 月 13 日），国内债券主体评级无上调。

过去一周（7 月 6 日至 7 月 13 日），国内债券违约 1 起，涉及的公司为四川蓝光发展股份有限公司，为民营企业。

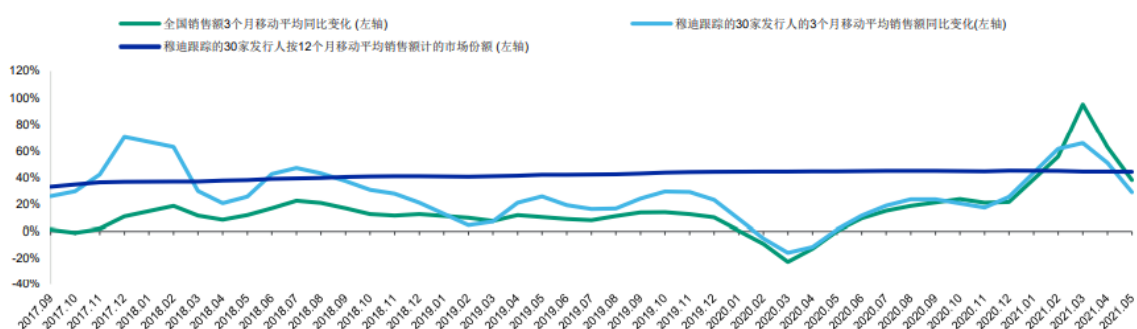
## 正文

## 【经济观点】

穆迪：中国房地产合约销售额增速将继续放缓，开发商融资仍受限。  
(2021.7.7)

5月份全国合约销售额同比增速从4月份的63.0%放缓至38.2%（以3个月移动平均值计算）。预计随着2020年上半年低基数效应的减退，未来6-12个月全国合约销售额（12个月移动平均）年化增速将进一步放缓至5%-8%。与全国趋势类似，71家受评开发商中，穆迪跟踪的30家开发商的合约销售额5月同比增长29%（以3个月移动平均值计算），增幅低于4月份的51%。

图1 2021年5月份全国房地产销售额增长继续放缓

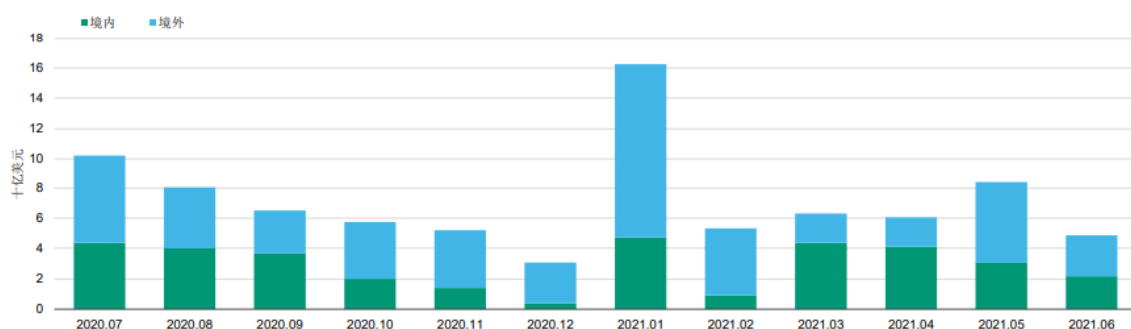


来源：穆迪

继5月份短暂增长后，受评开发商债券发行额大幅下降。6月份受评开发商境外债券发行额从5月份的54亿美元大幅减少至27亿美元。

与之类似，同期受评开发商境内债券发行额从人民币 195 亿元降至人民币 141 亿元。这反映市场环境波动及房地产业信用环境偏紧之下，投资者信心较弱。

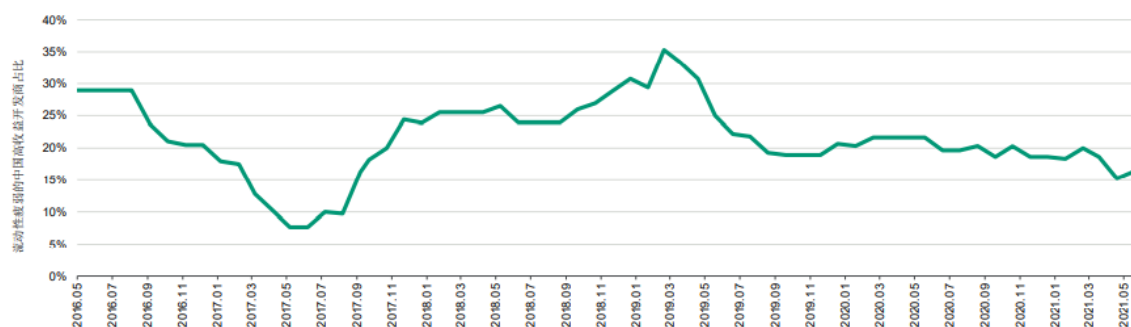
图 2 2021 年 6 月受评开发商境内外发债大幅下降



来源：穆迪

5 月份流动性压力指标小幅转弱。由于 1 家开发商的流动性从充足转为疲弱，5 月份受评中国高收益开发商的亚洲流动性压力子指标从 4 月份的 15.3%削弱至 16.4%。

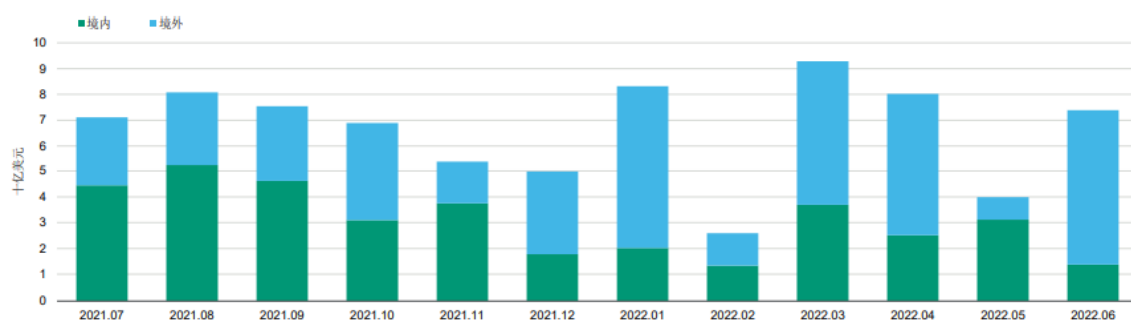
图 3 16.4%的中国受评高收益房地产开发商流动性疲弱



注：该子指标衡量的是流动性分数最弱（SGL-4）的投机级别中国高收益房地产公司的占比。该指标随受评发行人组合流动性的削弱而上升，随流动性的改善而下降。

来源：穆迪

图 4 受评开发商在 2022 年 6 月 30 日之前到期或可回售的债券

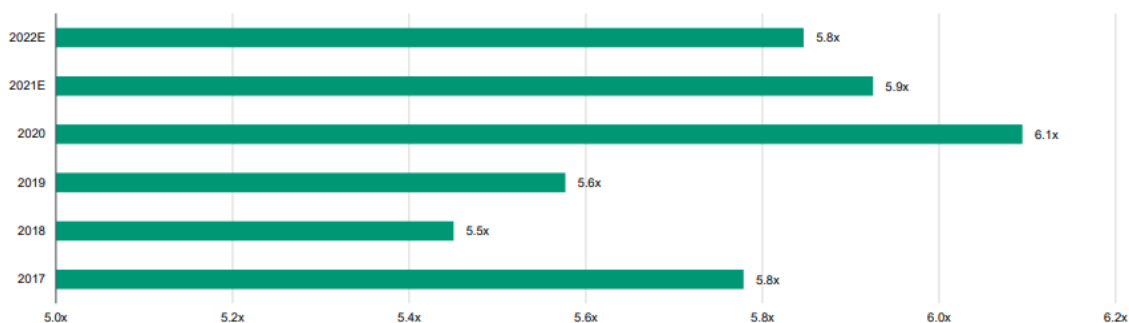


来源：穆迪

穆迪：2021-2022 年受评国企的杠杆率将会下降，但仍将高于疫情前的水平（2021.7.14）

穆迪认为，随着 EBITDA 增速上升和债务增速放缓，估计 2021 和 2022 年受评中国国企的整体平均调整后债务/EBITDA 比率将小幅下降；但该比率仍将高于 2017-2019 年。EBITDA 增长的原因是中国经济复苏，从而支撑业务基本面改善。EBITDA 上升和由此产生的现金流将降低国企的新增债务需求。中国政府正在加强对某些类别国企的杠杆率和债务的监管，此举也将限制其债务增长。

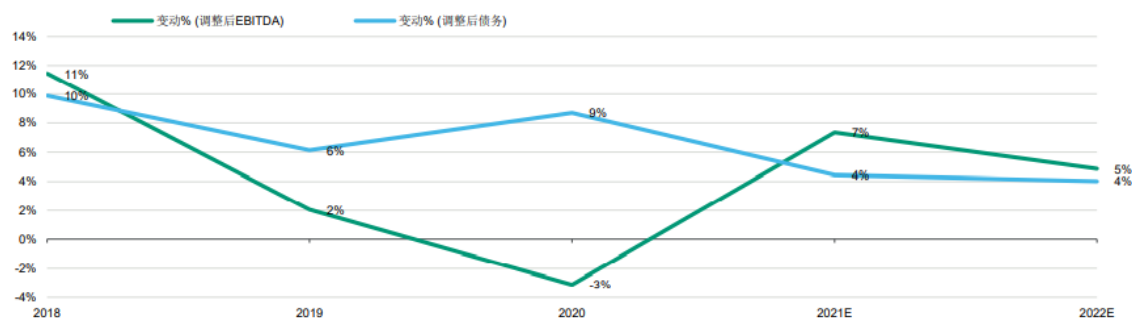
图 5 受评国企的整体平均调整后债务/EBITDA 比率将有所下降，但仍高于疫情前的水平



注：数据包括受评国企，但不包括其子公司、城投公司和国有投资控股公司。

来源：穆迪

图 6 2021 和 2022 年受评国企的 EBITDA 增速将超过债务增速



注：数据包括受评国企，但不包括其子公司、城投公司和国有投资控股公司。

来源：穆迪

多数行业的杠杆率将改善，但改善幅度不一。受到 EBITDA 增长的推动，在疫情中受影响最大行业（如油气、金属与采矿业、化工业等大宗商品行业）国企的杠杆率今明两年的改善幅度最大；但举债扩张行业的国企杠杆率则改善幅度有限。

图 7 各行业杠杆率将改善但幅度各异

债务/EBITDA比率变动	2019年与2018年相比变动%	2020年与2019年相比变动%	预计2021年与2020年相比变动%	预计2022年与2021年相比变动%
石油与天然气	1.35	1.31	(1.18)	(0.38)
汽车及制造业	0.76	0.41	(0.90)	(0.23)
房地产业	0.50	1.71	(0.65)	0.03
金属与采矿业	0.13	0.78	(0.59)	(0.18)
化工	0.48	0.64	(0.26)	(0.09)
其他	0.14	(0.21)	(0.21)	(0.12)
交通运输业	0.31	0.69	(0.08)	(0.06)
建筑业	(0.49)	0.20	0.26	0.00
公用事业	(0.21)	0.11	0.28	(0.04)
合计	0.13	0.52	(0.17)	(0.08)

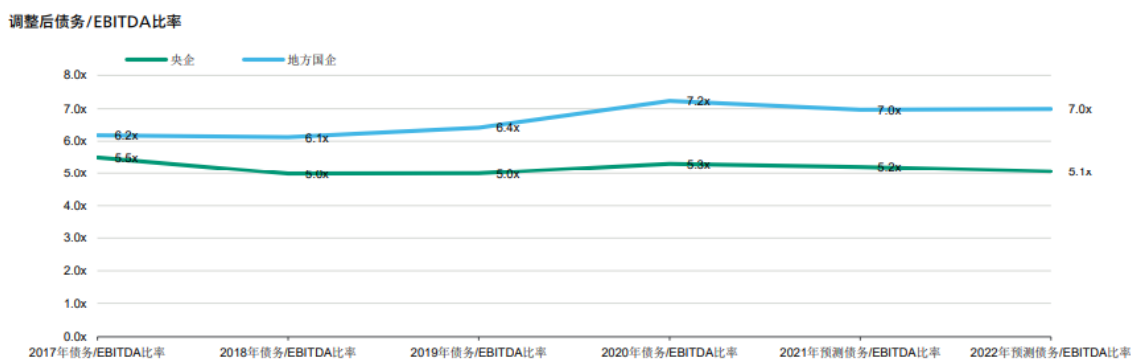
注：“其他”包括穆迪根据商业和消费服务业、电信、蛋白质及农业和贸易公司评级方法授评的国企。

来源：穆迪

央企的 EBITDA 增长抵消了债务增长，因此其杠杆率将基本保持稳定。今年年初政府的政策文件将工作重心从降低央企杠杆率转向维持

其杠杆率稳定。3月底政府的政策文件指示地方政府继续密切监督地方国企的债务与杠杆率，穆迪预计地方国企的杠杆率降幅将高于央企。

图8 受评央企的杠杆率普遍低于地方国企



来源：穆迪

## 【主权信用评级】

过去一周（7月6日至7月13日），三大国际评级公司主权评级下调2次，无上调。具体来看，惠誉将突尼斯长期本、外币主体违约等级由B调整为B-；将菲律宾长期本、外币主体违约等级BBB的展望由稳定调整为负面。

### ● 主权评级下调

惠誉将突尼斯长期本、外币主体违约等级由B调整为B-，依据为该 国在与国际货币基金组织（IMF）就一项新计划达成协议进一步拖延的背景下，财政和外部流动性风险加剧，而这是获得多数官方债权人预算支持所必需的。（2021.7.8）

惠誉将菲律宾长期本、外币主体违约等级BBB的展望由稳定调整为

负面，依据为反映出疫情对该国政策制定以及经济和财政的影响越来越大。惠誉认为，由于潜在的伤疤效应，中期经济增长前景存在下行风险。

(2021. 7. 12)

### 【国内发行人信用评级】

过去一周（7月6日至7月13日），国内债券主体评级下调8次，涉及主体3家。按万得二级行业分类，1家属于资本货物，1家属于房地产，1家属于保险。

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
珠江人寿保险股份有限公司	AA-	稳定	2021-07-09	AA	稳定	2020-12-24	联合资信
四川蓝光发展股份有限公司	BBB-	负面	2021-07-08	A+	负面	2021-07-05	大公国际
四川蓝光发展股份有限公司	B		2021-07-08	A		2021-07-05	中诚信
四川蓝光发展股份有限公司	B	负面	2021-07-09	BBB	负面	2021-07-02	东方金诚
四川蓝光发展股份有限公司	CCC	负面	2021-07-09	BBB-	负面	2021-07-08	大公国际
四川蓝光发展股份有限公司	C		2021-07-12	B		2021-07-08	中诚信
四川蓝光发展股份有限公司	C		2021-07-12	B	负面	2021-07-09	东方金诚
贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	AA-	稳定	2021-07-07	AA	稳定	2020-08-27	中证鹏元

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（7月6日至7月13日），国内债券主体评级无上调。

### 【国内债券违约】

过去一周（7月6日至7月13日），国内债券违约1起，涉及的公司为四川蓝光发展股份有限公司，为民营企业。



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 属性
四川蓝 光发展 股份有 限公司	19 蓝光 MTN0 01	2021 -07- 12	由于公司目前资金周转困难等原因,不能按期兑付本期9000万元。		C	C	AA+	9	7.5	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。