Weekly Outlook

2021.3.19 (YicaiRI WO21-030)
吴越、于明/第一财经研究院研究员
wuyue@yicai.com

Committed to Improving Economic Policy.

www.cbnri.org

市场跟踪 市场与监管

评级机构观点跟踪

亚洲新兴经济体的复苏应能承受再通胀考验

摘 要

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。

决定亚洲外部金融环境脆弱性的重要因素有三个。其一，是冲击的性质。导致收益率上升的原因很多，危险程度也不同。投资者对实际利率或通胀预期的上升，或要求更高的风险溢价都可能推升收益率，多种因素可能同时起作用。其二，是起始条件。最重要的是受冲击国家的基

本面因素（包括经常账户和利率等）。其三，是政策反应。政策是否需要以牺牲国内增长的方式进行调整。

全球收益率的上升会给亚洲新兴地区的融资条件、货币政策和复苏带来显著风险。然而，考虑到迄今为止这种趋势属于再通胀的性质、各国初步条件改善以及它们可能采取有节制的政策反应，亚洲不太会受到可能破坏经济复苏的影响。

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 2019 年 GDP 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。

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），三大国际评级公司主权评级下调 2 次，上调 3 次。具体来看，下调方面，标普将**阿鲁巴**的评级由 BBB+下调至 BBB；穆迪将**巴拿马**的评级由 Baa1 下调至 Baa2。上调方面，穆迪将**塞尔维亚**的评级由 Ba3 上调至 Ba2；穆迪将**蒙古** B3 评级的展望由负面调整为稳定；穆迪将**越南** Ba3 评级的展望由负面调整为正面。

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内债券主体评级下调 6 次，涉及主体 6 家。按万得二级行业分类，其中，2 家属于运输业，1 家属于多元金融，1 家属于耐用消费品与服装，1 家属于房地产，1 家属于资本货物。

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内无债券主体评级上调。

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内债券违约 8 起，涉及公司为天津房地产集团有限公司、山东如意科技集团有限公司、宜华企业(集

团)有限公司、天津航空有限责任公司、重庆协信远创实业有限公司，2家地方国企、2家中外合资企业、1家民企。

正 文

【经济观点】

标普：亚洲新兴经济体的复苏能承受再通胀考验。（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。

决定亚洲外部金融环境脆弱性的重要因素有三个。其一，是冲击的性质。导致收益率上升的原因很多，危险程度也不同。投资者对实际利率或通胀预期的上升，或要求更高的风险溢价都可能推升收益率，多种因素可能同时起作用。其二，是起始条件。最重要的是受冲击国家的基本面因素（包括经常账户和利率等）。其三，是政策反应。政策是否需要以牺牲国内增长的方式进行调整。

标普认为，现阶段冲击的性质相对良性。在目前的美国通胀挂钩型国债周期中，市场对通胀上升的预期超过对实际利率上升的预期。投资者可能预期经济增长会更强劲，以及未来会面临通胀上行压力。投资者可能还预计美联储会对更高通胀的容忍度上升。相对的，2013 年的“紧缩恐慌”（taper tantrum）完全是货币冲击。

亚洲是全球增长的引擎，如果投资者对增长持积极态度，他们可能也会对亚洲持积极态度。这可能会让资本继续流向亚洲的新兴市场，即使美国国债收益率的上升减缓了资本流入的速度。

在初始条件方面，标普认为与 2013 年时期相比，现在亚洲经济体对外部冲击有更好的缓冲。首先，亚洲新兴国家的经常账户大多处于盈余状态，与 2013 年一些国家出现巨额赤字形成鲜明对比。各国央行还建立了外汇储备缓冲，以便在必要时进行干预。其次，大多数经济体通胀率较低。最后，亚洲新兴经济体仍有保持宽松的货币政策空间，不需要为了应对外部融资环境而收紧政策。

全球收益率的上升会给亚洲新兴地区的融资条件、货币政策和复苏带来显著风险。然而，考虑到迄今为止这种趋势属于再通胀的性质、各国初步条件改善以及它们可能采取有节制的政策反应，亚洲不太会受到可能破坏经济复苏的影响。

但事情可能很快变化。目前，美联储关注平均通胀水平，这意味着过去不及目标的通胀率可由未来的超过目标的通胀来弥补。一旦投资者认为美联储放任通胀失控是一个错误，那可能出现两种情况，都可能对亚洲金融条件产生负面影响。首先，投资者可能对美债要求更高风险溢价，这将使投资者变得谨慎，包括对亚洲的风险敞口。其次，投资者可能会猜测美联储将迅速提高政策利率弥补过失，导致实际收益率上升，冲击亚洲。

对亚洲来说，危险的组合是美国实际收益率上升和美元迅速升值，尤其是其开始影响美元对人民币汇率。

惠誉：美国财政刺激计划出台，上调全球 GDP 预测。（2021.3.17）

惠誉表示，随着财政支持力度加大，经济适应社会疏远和疫苗接种

的推出势头不断增强，全球增长前景正在改善。因此，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 2019 年 GDP 增长 2.5%。

主要经济体方面，惠誉预测 2021 年美国 GDP 增长率为 6.2%（此前预测为 4.5%），中国为 8.4%（此前预测为 8%），欧元区为 4.7%（未变），除中国以外的新兴经济体为 6%（此前预测为 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。

【主权信用评级】

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），三大国际评级公司主权评级下调 2 次，上调 3 次。具体来看，下调方面，标普将**阿鲁巴**的评级由 BBB+下调至 BBB；穆迪将**巴拿马**的评级由 Baa1 下调至 Baa2。上调方面，穆迪将**塞尔维亚**的评级由 Ba3 上调至 Ba2；穆迪将**蒙古** B3 评级的展望由负面调整为稳定；穆迪将**越南** Ba3 评级的展望由负面调整为正面。

● 主权评级下调

标普将**阿鲁巴**长期本、外币主体违约等级由 BBB+下调至 BBB。依据为疫情对该国经济的严重打击及其后果将比预期的更为持久。政府将更多地依赖借贷来为支出提供资金，从而推高债务水平。（2021.3.15）

穆迪将**巴拿马**长期本、外币主体违约等级由 Baa1 下调至 Baa2。依据为受疫情所造成的严重经济冲击驱动，巴拿马财政实力的实质性恶化。

（2021.3.17）

- **主权评级上调**

穆迪将**塞尔维亚**长期本、外币主体违约等级由 Ba3 上调至 Ba2。依据为：1）塞尔维亚面对疫情冲击时较好的经济弹性以及该国稳固的中期增长前景；2）预计未来几年，财政稳健性将受到加强财政框架的持续改革的支撑。（2021.3.12）

穆迪将**蒙古**长期本、外币主体违约等级 B3 的展望由负面调整为稳定。依据为在可预见的未来，流动性风险和外部压力已趋于稳定，尽管其水平略高于疫情前的水平。（2021.3.16）

穆迪将**越南**长期本、外币主体违约等级 Ba3 的展望由负面调整为正面。依据为财政实力的改善迹象和经济实力的潜在改善，可能会随着时间的推移加强越南的信贷状况。（2021.3.18）

【国内发行人信用评级】

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内债券主体评级下调 6 次，涉及主体 6 家。按万得二级行业分类，其中，2 家属于运输业，1 家属于多元金融，1 家属于耐用消费品与服装，1 家属于房地产，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

海口美兰国际机场有限责任公司	C	C	2021-03-17	AA-		2021-03-01	大公国际
天津航空有限责任公司	C	C	2021-03-16	BB	负面	2021-02-02	上海新世纪
北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司	AA+	AA+	2021-03-12	AA+	稳定	2020-06-29	中诚信
北京金一文化发展股份有限公司	AA	AA	2021-03-12	AA	稳定	2020-06-29	中诚信
重庆协信远创实业有限公司	B	B	2021-03-11	BB		2021-03-05	联合资信
遵义和平投资建设有限责任公司	AA	AA	2021-03-10	AA	稳定	2020-09-23	中证鹏元

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内无债券主体评级上调。

【国内债券违约】

过去一周（3 月 9 日至 3 月 18 日），国内债券违约 8 起，涉及公司为天津房地产集团有限公司、山东如意科技集团有限公司、宜华企业(集团)有限公司、天津航空有限责任公司、重庆协信远创实业有限公司，2 家地方国企、2 家中外合资企业、1 家民企。

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
天津房地产集团有限公司	H6 天房 02	2021-03-16	公司目前资金紧张，未能足额筹措兑付资金，公司无法按期足额偿付本期债券兑付日应付的债券本息。			AA+	AA+	62.55	7.70	地方国有企业
山东如意科技集团有限公司	19 如意科技 MTN001	2021-03-15	2021 年 3 月 15 日是山东如意科技集团有限公司 2019 年度第一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山东如意科技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。		AA-	AA-	AA+	10.00	7.50	中外合资企业

宜华企业（集团）有限公司	18宜华01	2021-03-15	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,宜华集团未能按照约定筹措足额偿债资金,“18宜华01”债券不能按期足额偿付本息。		CC	C	AA+	6	6.80	民营企业
天津航空有限责任公司	17津航空MTN001	2021-03-13	2021年3月13日,海南省高院依法裁定天津航空有限责任公司重整,并指定海航集团有限公司管理人担任天津航空有限责任公司管理人,具体开展各项重整工作。		C	C	AA+	13	8.71	地方国有企业
天津航空有限责任公司	17津航空PPN001	2021-03-13	2021年3月13日,海南省高院依法裁定天津航空有限责任公司重整,并指定海航集团有限公司管理人担任天津航空有限责任公司管理人,具体开展各项重整工作。			C	AA+	10	7.50	地方国有企业
天津航空有限责任公司	16天津航空MTN004	2021-03-13	2021年3月13日,海南省高院依法裁定天津航空有限责任公司重整,并指定海航集团有限公司管理人担任天津航空有限责任公司管理人,具体开展各项重整工作。		C	C	AA+	10	8.84	地方国有企业
天津航空有限责任公司	16天津航空MTN001	2021-03-13	2021年3月13日,海南省高院依法裁定天津航空有限责任公司重整,并指定海航集团有限公司管理人担任天津航空有限责任公司管理人,具体开展各项重整工作。		C	C	AA+	10	9.90	地方国有企业
重庆协信远创实业有限公司	18协信01	2021-03-09	公司发行的“18协信01”(以下简称“本期债券”)需于2021年3月9日支付自2020年3月9日至2021年3月8日期间的最后一个年度利息和本期债券未回售部分的本金。公司已将2020年3月9日至2021年3月8日期间的利息款项划转中国证券登记结算有限责任公司上海分公司,但未足额兑付债券本金。		B	B	AA-	4.82	7.50	中外合资企业

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。