Weekly Outlook

2020.8.20(YicaiRI WO20-197)

吴越 赵健榆/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

标普：中国实际利率上升将抑制经济复苏

摘 要

标普认为，中国 7 月的经济数据显示，私人需求仍然疲软，复苏仍不平衡，并依赖于非常规的政策支持，核心通胀正在下降。中国二季度好于预期的 GDP 数据提振了市场。对复苏的乐观情绪和政策制定者态度的转变，带来了收紧货币政策的预期，实际利率已经上升。紧缩的金融环境将阻碍中国经济复苏，并妨碍复苏动力从经济刺激向私人需求的切换。

穆迪表示，中国（A1，稳定）的信用状况反映了多项优势，包括庞大的经济规模及较高的平均增长率，这意味着其吸收冲击的能力极强。受益于中国的高储蓄率，政府可通过较低的融资成本支持较高的债务。但是，政府的多重政策目标，包括维持强劲的经济增长、控制杠杆率、降低金融业风险、改善资本配置，正变得更加难以实现。2020 年初新冠

肺炎疫情的爆发加剧了上述趋势。

穆迪表示，贷款市场报价利率（LPR）目前已被国内银行广泛使用。作为货币政策框架的一部分，LPR 定价机制在疫情期间引导贷款利率下行的过程中起到了良好作用。具体而言，新贷款定价体系打破了银行贷款利率的隐性下限。穆迪预计贷款定价将与货币市场的利率和债券收益率更同步。鉴于银行贷款仍是经济领域主要的融资渠道，中国央行将积极推动使用 LPR 定价机制来降低实体经济领域的借款成本。因此，银行的贷款息差和盈利能力将继续承压。

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），三大国际评级公司共采取了 3 次负面主权信用评级行动；无主权评级上调。

2020 年以来（截至 8 月 20 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 206 次负面评级行动，其中评级调降 121 次，负面展望调整 85 次。截至 8 月 20 日的过去一周，新增评级下调 1 次，无负面展望调整。

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券主体遭负面评级行动 2 次。根据万得二级行业分类，它们分属多元金融和汽车与汽车零部件业；按企业性质看，分属国有企业和民营企业。

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券主体评级上调企业 5 家。根据万得二级行业分类和企业性质，三家属资本货物和国有企业，另外两家分属银行和食品、饮料与烟草业和民营企业。

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券违约 1 起，发行人为泰禾集团股份有限公司。根据万得二级行业分类，它属房地产开发业；

按企业性质看，属民营企业。

正 文

【一周经济观点】

标普：中国实际利率上升将抑制经济复苏。（2020.8.18）

标普认为，中国 7 月的经济数据显示，私人需求仍然疲软，复苏仍不平衡，并依赖于非常规的政策支持，核心通胀正在下降。中国二季度好于预期的 GDP 数据提振了市场。对复苏的乐观情绪和政策制定者态度的转变，带来了收紧货币政策的预期，实际利率已经上升。紧缩的金融环境将阻碍中国经济复苏，并妨碍复苏动力从经济刺激向私人需求的切换。

分行业看，中国工业部门一直表现出惊人的韧性，这在很大程度上得益于全球对技术和医疗设备需求的不断上升。政府刺激支出的措施推升了基础设施投资及其上游产业。不断增长的家庭储蓄提振了中国的房地产市场。另一方面，消费复苏有所落后。

制造业投资也较弱，7 月同比下降约 1%，制造业投资近年来由私人部门主导。但是，电子和医疗相关行业的投资强劲，反映出全球对此类产品的需求较大。同时，这些领域的政策支持在一定程度上解释了这种韧性。7 月，国有企业在所有领域的投资增长了 14%，私营部门仅增长了 3%。事实上，从 2019 年开始，中国国有企业的投资速度一直快于民营企业。

自疫情爆发以来，中国央行保持了 MLF 利率基本稳定，令许多预期利率将大幅下调的市场参与者感到意外。相应地，自 2020 年初以来，1 年期 LPR 仅下降了 30 个基点，至 3.85%。同一时期，核心通胀率下降了 100 个基点，因此实际 LPR 利率上升了 70 个基点。

总体而言，金融环境对经济增长带来的下行风险是由于政策制定者过于谨慎、金融市场过于乐观（导致利率走高）以及经济复苏仍不令人信服。在中国消费支出恢复、私营企业开始增加投资之前说经济复苏能够自我维持、能够承受更少的刺激措施（包括提高实际利率）还为时过早。

穆迪：中国主权信用评级为 A1，展望稳定。（2020.8.19）

穆迪表示，中国（A1，稳定）的信用状况反映了多项优势，包括庞大的经济规模及较高的平均增长率，这意味着其吸收冲击的能力极强。受益于中国的高储蓄率，政府可通过较低的融资成本支持较高的债务。但是，政府的多重政策目标，包括维持强劲的经济增长、控制杠杆率、降低金融业风险、改善资本配置，正变得更加难以实现。2020 年初新冠肺炎疫情的爆发加剧了上述趋势。

在疫情造成经济冲击的背景下，政府已明确将维持经济增长和就业作为首要目标。同时，与美国的贸易摩擦带来了持续的压力。因此，中国政府宣布了越来越广泛的刺激措施。虽然政府对控制杠杆率等政策目标的决心未变，但穆迪预计整体经济领域的杠杆率将继续温和上升。

穆迪认为，某些地方银行或国有企业的财务困境个案将会继续考验中央及地方政府防范风险蔓延的能力。新冠疫情后经济增长放缓会增加

此类事件发生的可能性。

如果未来几年结构性改革能成功地抑制经济增长放缓、公共部门杠杆上升，以及维持金融稳定，中国主权评级可能会上调。若公共部门协作效率提高，实现重大政策目标，并缓和财务困境，这也将具有正面信用影响，可能促使主权评级被上调。与上述情形相反，如果政府通过进一步大幅加杠杆来实现中期增长目标，导致经济结构扭曲加剧，中国主权评级将面临下调压力。在这一情景下，出现金融压力及蔓延的风险可能上升，尤其是在地方财力信息不畅、决策传导缓慢的情况下。

穆迪：以 LPR 定价的贷款比例上升增加银行盈利压力。（2020.8.19）

穆迪表示，贷款市场报价利率（LPR）目前已被国内银行广泛使用。作为货币政策框架的一部分，LPR 定价机制在疫情期间引导贷款利率下行的过程中起到了良好作用。具体而言，新贷款定价体系打破了银行贷款利率的隐性下限。穆迪预计贷款定价将与货币市场的利率和债券收益率更同步。鉴于银行贷款仍是经济领域主要的融资渠道，中国央行将积极推动使用 LPR 定价机制来降低实体经济领域的借款成本。

因此，银行的贷款息差和盈利能力将继续承压。由于更多存量浮动利率贷款将转向以 LPR 为定价基础，同时政府限定救助贷款利率上限并对还款实行宽容政策以支持经济从疫情中恢复，银行的贷款收入将转弱。虽然同业借贷成本也会下降，但只能小幅缓解贷款盈利能力下降的影响。

LPR 定价机制下贷款收益率的下降也将逐渐改变银行的资产配置方式、货币市场净敞口以及收入结构，引发人们对银行信贷状况的担忧。

资产结构调整可能给银行资产质量和风险管理带来挑战。银行可能

在信用审批方面调整风险偏好以弥补某些利润损失。这可能给银行贷款授信带来挑战并提高资产风险。一些银行可能寻求改变其贷款组合的期限构成，以调整即将重新定价的资产规模。这可能会加剧银行的利率风险和资产负债期限错配。由于中国衍生品市场仍处于发展初期以及银行使用此类工具的经验有限，上述风险可能无法被有效对冲。

【主权信用评级】

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），三大国际评级公司共采取了 3 次负面主权信用评级行动；无主权评级上调。

● 一周主权评级下调

穆迪将**老挝**长期发行主体评级由 B3 下调至 Caa2，展望由稳定调为负面。依据为该国 2020 年将有大量的债务到期，并持续至 2025 年，且融资选择有限，较弱的外部和财政缓冲和糟糕的治理加剧了该国正面临的严重流动性压力，短期内出现违约的可能性很大。（2020.8.14）

惠誉将**阿曼**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，评级上限为 BB+。依据为低油价和新冠疫情冲击加速侵蚀该国财政和外部资产负债表。（2020.8.17）

惠誉将**巴林**长期本、外币主体违约等级由 BB-下调至 B+，展望稳定，确定其短期本、外币主体违约等级为 B，评级上限为 BB+。依据为低油价和新冠疫情导致该国预算赤字和政府债务显著增加，本已较低的外汇储备面临压力，GDP 急剧萎缩。（2020.8.17）

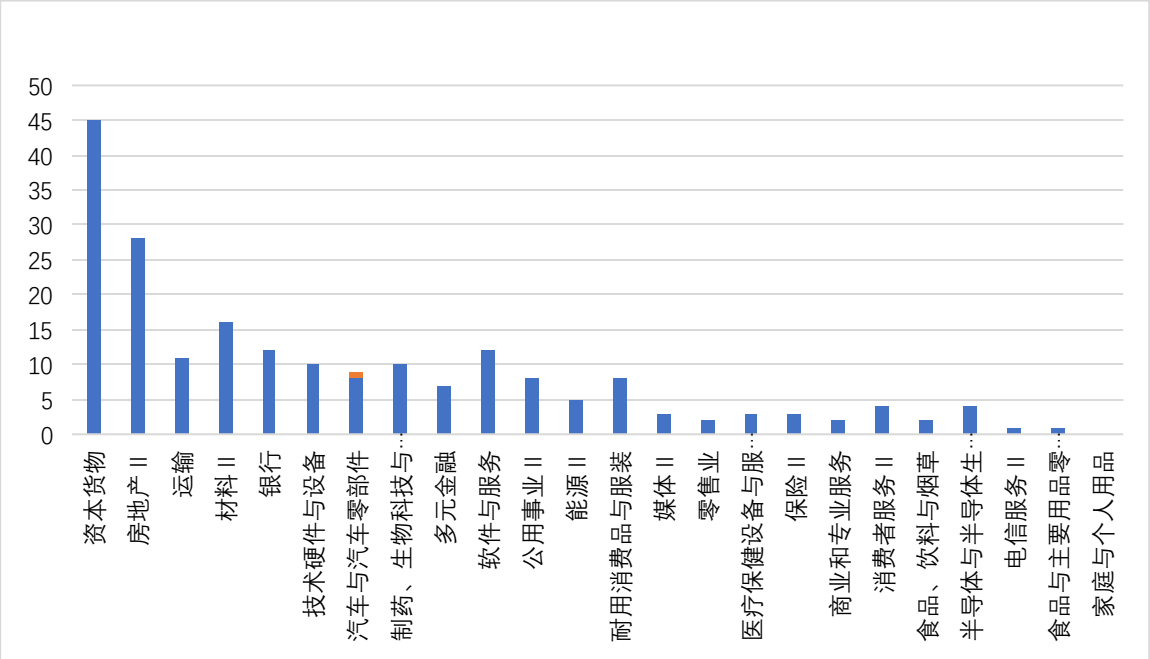
● 一周主权评级上调

无。

【国内发行人信用评级】

2020 年以来（截至 8 月 20 日），国内 8 家评级机构共对国内发债主体信用评级采取了 206 次负面评级行动，其中评级调降 121 次，负面展望调整 85 次。截至 8 月 20 日的过去一周，新增评级下调 1 次，无负面展望调整。

图 1 2020 年截至 8 月 20 日国内发债主体遭负面评级行动行业分布



注：橙色为过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 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

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券主体遭负面评级行

动 2 次。根据万得二级行业分类，它们分属多元金融和汽车与汽车零部件业；按企业性质看，分属国有企业和民营企业。

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
北京海淀国有资产投资集团有限公司	BBB-	负面	2020/8/19	BBB-	稳定		标普
铁牛集团有限公司	A	负面	2020/8/12	AA	稳定	2019/6/21	联合信用

来源：第一财经研究院、Wind

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券主体评级上调企业 5 家。根据万得二级行业分类和企业性质，三家属资本货物和国有企业，另外两家分属银行和食品、饮料与烟草业和民营企业。

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
浙江温州鹿城农村商业银行股份有限公司	AA+		2020/8/18	AA	稳定	2017/11/7	中诚信
江西正邦科技股份有限公司	AA+	稳定	2020/8/17	AA	稳定	2019/7/2	东方金诚
驻马店市城乡建设投资集团有限公司	AA+	稳定	2020/8/17	AA	稳定	2020/4/9	东方金诚
成都空港兴城投资集团有限公司	AA+	稳定	2020/8/14	AA	稳定	2018/6/22	联合资信
济宁市兖州区惠民城建投资有限公司	AA+	稳定	2020/8/12	AA	稳定	2017/6/22	中证鹏元

来源：第一财经研究院、Wind

【国内债券违约】

过去一周（8 月 12 日至 8 月 20 日），国内债券违约 1 起，发行人

为泰禾集团股份有限公司。根据万得二级行业分类，它属房地产开发业；按企业性质看，属民营企业。

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
泰禾集团股份有限公司	17 泰禾 01	2020/8/17	公司短期流动性出现困难，公司将无法按期完成公司债券“17 泰禾 01”本息的兑付。		C	C	AA+	8.18	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 Rating Weekly Outlook》（以下简称《评级周报》）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。《评级周报》的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。