

作者：徐骥，CFA  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 疫情影响下中国企业全球序列信用评级下调

### 摘要

本文收集整理了2020年2月至4月初，国际信用评级机构穆迪对24家中国非金融企业的信用级别调整数据，并在此基础上进行了分析和探讨。

穆迪对中国企业的信用级别调整主要分为三种方式：直接下调信用等级、下调展望、列入降级观察。

从行业分布来看，交通运输、房地产、汽车制造这三个行业的中国企业出现信用级别调整的情况最多。交通运输业的7家企业的信用展望全部由稳定调整为负面。5家汽车制造企业全部进入降级审查，未来有些企业可能会面临信用级别下调。

在24家出现信用级别调整的中国企业中，有17家还拥有中国国内信用评级，其中有16家的国内信用评级未发生调整，展望均为稳定。当然，穆迪给中国企业的评级是基于全球序列的，而中国本土评级机构给出的国内信用评级仅基于国内本土序列。

中国本土信用评级机构和穆迪在信用级别调整上存在明显的差异，这或许可以从两个方面进行解释。一是，中国企业的全球信用评级和国内信用评级存在某种映射关系；二是，中国本土信用评级机构可能尚未广泛采取前瞻性的信用评级方式。

### 相关研究报告：

- 1.《从债券市场看支持民营企业发展》，2020.01.08

2020年伊始，新冠疫情先在中国暴发，随后引发全球大流行。根据世界卫生组织的统计数据，全球确诊病例已超过150万例。国际货币基金组织表示，受新冠疫情影响，2020年全球经济将急剧跌入负增长。虽然中国已经控制住疫情，并全面推进复工复产，但在全球化背景之下，中国企业很难独善其身。

近期，特别是2020年3月以来，国际评级机构开始聚焦新冠疫情对全球企业在信用层面的影响，已有部分评级机构开始调整受疫情影响较大行业的信用展望，并对相关企业做了评级变动。考虑到数据可获性，本文主要收集并整理了穆迪（Moody's）近期对中国非金融企业的全球序列信用评级调整信息，并在此基础上做了分析和探讨。

## 一、中国企业全球序列信用评级下调情况

我们对评级数据的搜集期间为2020年2月至4月初，收集到的评级调整数据主要涉及24家中国企业。其中，大部分企业为中国境内注册企业，个别企业的注册地可能是在境外，但是其主要业务仍是发生在中国境内。

穆迪对24家中国企业的调整方式主要分为三种（见图1）。第一种是直接下调信用等级，比如从B1级别下调至B3级别<sup>1</sup>。第二种是调整展望，将展望由稳定（stable）调整为负面（negative），或由正面（positive）调整为稳定（涉及2家企业）。第三种是列入降级观察名单，未来可能会遭遇降级（on watch-possible downgrade）。

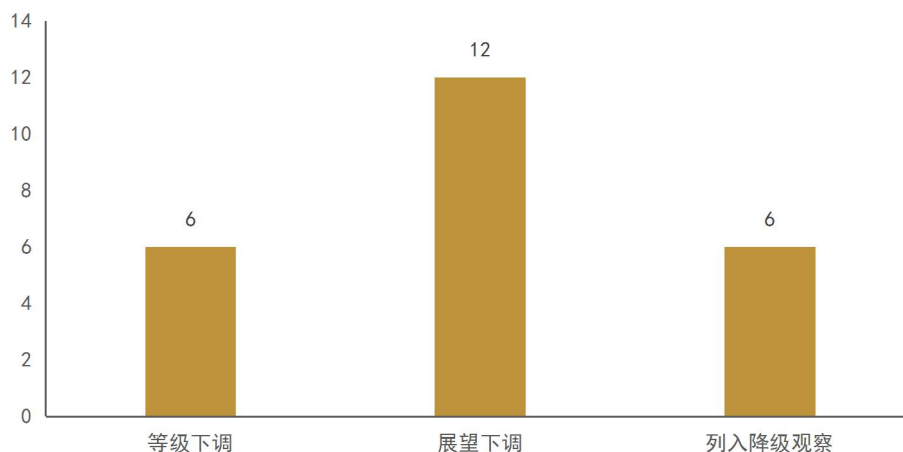


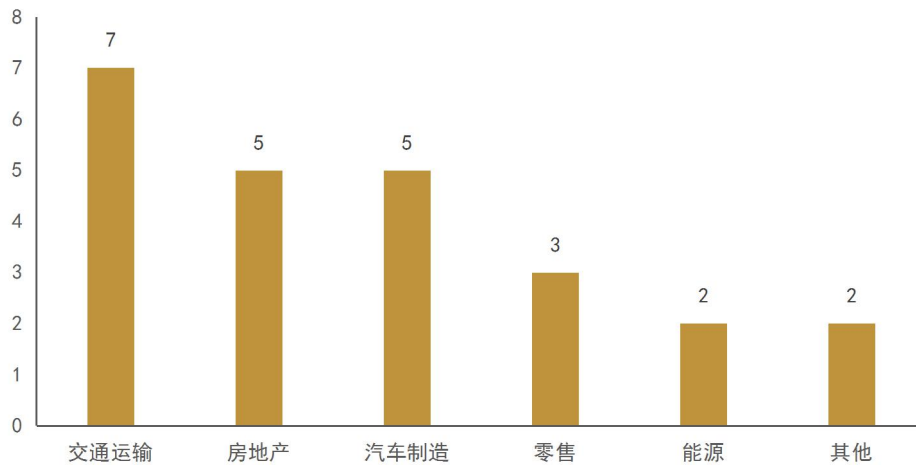
图1：穆迪对24家中国企业的评级调整情况分布（单位：家）

资料来源：穆迪，远东资信整理

从等级下调幅度来看，穆迪对6家中国企业信用等级的下调幅度在1-2个子级，总体调整幅度还算温和。

从行业分布来看，交通运输、房地产、汽车制造应该是三个受疫情影响较严重的行业（见图2）。拥有全球评级的中国企业大多是有离岸发债需求的，而有离岸发债需求的企业行业分布可能自有一定的行业分布特征，进而可能会对评级调整企业的行业分布产生影响。

<sup>1</sup> 如果下调信用等级和展望调整同时发生，我们将其视为下调信用等级进行统计。


**图2：24家评级调整企业的行业分布（单位：家）**

资料来源：穆迪，远东资信整理

7家交通运输行业的企业主要是从事收费公路业务的中国国有企业，穆迪给出的级别从A3至Baa2不等，评级时间均为2020年3月31日，和上次级别相比没有变化，但展望都从稳定调整为负面（见表1）。展望的调整主要反应的是新冠疫情对收费公路企业的负面影响，特别是对交通流量的影响。穆迪预期这些企业的运营和财务表现将在2020年变差。2020年2月15日，中国交通运输部下发通知，免收全国收费公路车辆通行费，从2月17日开始生效。该通知并没有明确免费时间的截止日期，而最新消息显示，高速公路的免费时间暂定至6月30日。免费政策的继续实行将给中国的收费公路行业带来经营压力。虽然穆迪没有直接给7家企业直接降级，但是个别企业未来仍有被下调等级的可能。

**表1：7家交通运输企业的评级调整**

企业名称	本次评级日期	本次级别	本次展望	上次评级日期	上次级别	上次展望
安徽省交通控股集团有限公司	2020/3/31	Baa1	negative	2018/9/12	Baa1	stable
广西交通投资集团有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/8/22	Baa2	stable
广州交通投资集团有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/9/12	Baa2	stable
齐鲁交通发展集团有限公司	2020/3/31	A3	negative	2019/10/30	A3	stable
山东高速集团有限公司	2020/3/31	A3	negative	2018/9/12	A3	stable
深圳高速公路股份有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/10/22	Baa2	stable
深圳国际控股有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/3/11	Baa2	stable

资料来源：穆迪，远东资信整理

5家房地产企业的级别从Ba3至Caa2不等（见表2）。其中，3家企业的信用等级被下调1个子级，1家企业的展望从积极调整为稳定，1家企业的信用等级正处在可能降级的观察名单之中（on review for downgrade）。疫情对房地产的冲击也较为明显。根据国家统计局数据，1-2月商品房销售面积同比下降39.9%，销售额同比下降35.9%。由于部分房地产企业的负债水平较高，再融资压力较大，而销售额的下降将给企业带来资金周转的困难。根据穆迪的数据，经穆迪评级的房地产开发商的3月离岸债券发行金额为37亿美元，而2019年的月均发行量为58亿美元。

**表2：5家房地产企业的评级调整**

企业名称	本次评级日期	本次级别	本次展望	上次评级日期	上次级别	上次展望
新湖中宝股份有限公司	2020/3/17	B3	negative	2019/9/25	B2	negative
泰禾集团股份有限公司	2020/3/25	Caa1	negative	2019/6/28	B3	stable
绿城中国控股有限公司	2020/3/31	Ba3	stable	2020/3/31	Ba3	positive
广州富力地产股份有限公司	2020/4/3	Ba3(On Watch - Possible Downgrade)	Ratings Under Review	2019/3/28	Ba3	stable
亿达中国控股有限公司	2020/3/2	Caa2	negative	2019/2/19	Caa1	negative

资料来源：穆迪，远东资信整理

5家汽车制造企业的级别从A2至Baa3不等（见表3）。截至3月底，这5家企业的信用等级还没有遭到下调，但全部处在可能降级的观察名单中。在本次疫情中，全球汽车行业都受到严重负面影响。除了疫情导致的需求萎缩之外，企业的正常生产活动和供应链也遭到冲击。其中，东风汽车集团股份有限公司（东风集团股份）大约50%的产能位于湖北省，受疫情冲击影响较大。根据4月9日发布的3月产销快报，东风集团股份的生产量累计同比下降51.66%，销售量累计同比下降46.36%。

**表3：5家汽车制造企业的评级调整**

企业名称	本次评级日期	本次级别	本次展望	上次评级日期	上次级别	上次展望
北京汽车集团有限公司	2020/3/26	Baa2	Ratings Under Review	2019/7/29	Baa2	negative
东风汽车集团股份有限公司	2020/3/26	A2	Ratings Under Review	2017/5/24	A2	stable
吉利汽车控股有限公司	2020/3/26	Baa3	Ratings Under Review	2019/6/5	Baa3	stable
耐世特汽车系统集团有限公司	2020/3/27	Baa3	Ratings Under Review	2018/3/16	Baa3	stable
延锋汽车内饰系统有限公司	2020/3/27	Baa3	Ratings Under Review	2017/5/9	Baa3	stable

资料来源：穆迪，远东资信整理

此外，有3家零售业中国企业的展望从稳定调整为负面，而这三家中国企业实际上从事的是汽车零售，也是汽车相关产业。

## 二、评级下调企业的国内本土等级和全球等级比较

在上述24家评级发生调整的中国企业中，有17家企业还拥有中国本土评级机构给出的国内信用等级。从最新可获数据来看，只有1家企业的国内信用等级在2020年发生了调整。不过，在评级被调整之前，该企业就已有风险事件发生。截止4月10日，其他16家企业的国内评级在疫情暴发之后都没有发生调整，展望也全部是稳定（见表4）。

**表4：17家中国企业的国内本土评级和全球信用评级比较**

企业名称	穆迪评级			中国本土评级		
	评级日期	级别	展望	评级日期	级别	展望
万达集团股份有限公司	2020/2/28	B3	Ratings Under Review	2020/3/20	AA+	稳定
新湖中宝股份有限公司	2020/3/17	B3	negative	2019/9/20	AA+	稳定
<b>山东如意科技集团有限公司</b>	<b>2020/3/24</b>	<b>Caa3</b>	<b>negative</b>	<b>2020/3/11</b>	<b>AA-</b>	<b>负面</b>
天齐锂业股份有限公司	2020/3/25	Caa1	negative	2019/6/4	AA+	稳定
泰禾集团股份有限公司	2020/3/25	Caa1	negative	2019/9/6	AA+	稳定
北京汽车集团有限公司	2020/3/26	Baa2	Ratings Under Review	2019/11/11	AAA	稳定
东风汽车集团股份有限公司	2020/3/26	A2	Ratings Under Review	2020/2/17	AAA	稳定
广汇汽车服务集团股份公司	2020/3/27	B1	negative	2019/8/15	AA+	稳定
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	2020/3/27	B2	negative	2020/2/14	AA+	稳定
安徽省交通控股集团有限公司	2020/3/31	Baa1	negative	2020/3/31	AAA	稳定
广西交通投资集团有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2020/2/10	AAA	稳定
广州交通投资集团有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/7/24	AAA	稳定
齐鲁交通发展集团有限公司	2020/3/31	A3	negative	2020/3/16	AAA	稳定
山东高速集团有限公司	2020/3/31	A3	negative	2020/2/18	AAA	稳定
深圳高速公路股份有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2020/3/10	AAA	稳定
深圳国际控股有限公司	2020/3/31	Baa2	negative	2019/6/6	AAA	稳定
广州富力地产股份有限公司	2020/4/3	<b>Ba3</b>	Ratings Under Review	2019/6/20	AAA	稳定

资料来源：穆迪、Wind 资讯，远东资信整理

实际上，在国内评级未发生调整的 16 家企业中，有 8 家企业最新评级日期是在 2020 年 2 月以后。也就是说，这 8 家企业的最新级别是在疫情暴发以后才给出的，其中 5 家企业的评级更是在 3 月才刚给出。但是，中国本土评级机构可能认为这些企业受疫情冲击的程度还不足以对信用产生实质影响，所以并未对评级做出调整。

另外，上述 24 家企业中有一些在中国国内还有存量债券。为了观察评级调整对债券价格的影响，我们按照《评级下调对债券价格的影响》（2019 年 9 月 23 日）一文中阐述的方法，对评级调整前后的债券收益率进行测算。在我们选取的 16 只国内存量债券中（对应 16 个不同的发行人），仅有 2 只债券的收益率估值在评级调整后发生了明显升高。这两只债券对应的中国企业的主体信用等级都遭到了穆迪的下调。

### 三、对中外级别调整差异的思考

通过上一节的比较，我们能够发现一个明显的问题：中国本土评级机构似乎认为中国企业对疫情可以“免疫”。我们认为，这个明显的问题至少可以从两个方面进行解释。

#### （一）国内本土级别和全球序列级别的映射关系



中国国内评级的“虚高”问题一直被投资者诟病，这一点也反映在上文的比较中。我们收集了上述17家既有全球序列评级又有国内本土评级的中国企业，在调级之前的信用等级，并做了整理和比对（见表5）。

**表5：17家中国企业的国内本土级别和全球序列级别映射（级别调整前）**

国际等级	国内等级
A2	AAA
A3	AAA
Baa1	AAA
Baa2	AAA
Baa3	AAA
<b>Ba3</b>	<b>AAA</b>
<b>B1</b>	<b>AA+</b>
B2	AA+
B3	AA+
Caal	AA+

资料来源：穆迪、Wind 资讯，远东资信整理

通过比对，我们发现，在级别调整之前，国内 AAA 级对应穆迪 Ba3 级及以上的信用等级。或者说，Ba3 和 B1 是 AAA 和 AA+ 的分界线。穆迪的 Baa3 级别是投资级的最低等级，Ba1 级别及以下都算是投机级。

从这里，我们可以看出，如果穆迪将 1 家中国企业的全球等级从 A2 降至 Ba3，虽然连降了 7 个子级，但是按照表 5 的映射关系，中国本土评级机构依然可能给出 AAA 的国内等级。也就是说，在这种映射关系下，虽然该企业的信用状况可能已经恶化，但是国内信用等级仍然可以保持不变。这可能是中国本土评级机构没有给大部分中国企业下调评级的一个重要原因。而这实际上反应的是中国国内信用等级区分度不高的老问题。

有趣的是，按照表 5 的映射关系，如果一家中国企业的全球等级从 Ba3 下调 1 个子级至 B1，那么该企业的国内等级则有可能从 AAA 下调至 AA+。根据表 4，广州富力地产股份有限公司已经被穆迪列入降级观察名单，未来有可能被穆迪下调级别，而其目前的级别正是 Ba3。

## （二）评级的前瞻性

除了国内评级和全球级别的映射关系之外，还有一个因素或许可以用来解释中国本土评级机构的“评级惯性”。

国际三大评级机构的评级是前瞻性的（forward-looking）。在数据方面，三大评级机构既使用历史数据，也对未来做预测。虽然历史数据对理解企业表现的趋势会有所帮助，但是评级结果应该是对未来的预判，因此只是基于历史数据就很难得出前瞻性的评级结果。

在数据方面（特别是财务数据），中国本土评级机构通常较为依赖历史数据，而历史数据还存在滞后性的问题。因此，中国本土评级机构在做评级调整时，似乎总是给人“慢半拍”的感觉。很多情况下，中国本土评级机构的评级下调只是应对风险事件的被动调整。

### 【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。