

疫情零容忍，企业风险升

2021年9月6日

要点速览

- 疫情在全球再次爆发和中国对疫情的零容忍态度可能会加剧企业的压力，如果疫情爆发继续带来活动限制和广大影响。
- 中国企业的信用趋势已逐渐弱化，上述情形加重了中国企业的负担。
- 中国发行人面临杠杆率上升、现金流减少、流动性趋紧以及波动性大的融资环境，而这些压力都出现在前所未有的违约事件和监管风险的背景下。

最近新冠疫情在中国卷土重来，正值中国企业所面临风险逐渐上升之际。中国企业面临杠杆率上升、现金流减少、流动性趋紧以及波动性大的融资环境，而这些压力都出现在前所未有的违约事件和监管行动的背景下。

标普全球评级认为，疫情在全球再次爆发和中国对疫情的零容忍态度可能会加剧企业的压力，而将其评级趋势推向更负面，如果每次疫情爆发都带来活动限制而影响中国多处地区。

我们预计政府将继续打击过度杠杆和市场滥用的行为。不同于去年，我们认为短期内不会有大规模的刺激措施来拯救企业。因此，随着疫情持续，企业风险将保持在高位，而使我们今年下半年的展望蒙上阴影。

近期爆发表明存在快速传播和广泛影响的可能

中国最近爆发的疫情表明，新的 COVID 毒株可迅速传播，中国在零容忍态度下采取的行动限制将带来广泛影响。

2021年7月20日疫情在南京市爆发的数周后，中国的新冠确诊病例达到七个月以来的高位，确诊病例增速为自2020年12月和2021年1月峰值以来的最快（见图1）。

随着新增病例扩散至19个省份的逾50座城市，政府要求人口低于500万的所有城市在两天内完成全民检测，人口超过500万的城市在三天内完成。政府重新实施旅行限制，包括首都北京，且13个省份的逾200个中高风险地区采取了社交距离措施。

这些措施有效地控制了病例增长，但它们表明，即使是有针对性的应对措施，也可以影响到全国大部分地区。在零容忍态度下需管理反复出现的疫情并进行封锁，这给中国企业带来额外负担，而这些企业尚未完全恢复且信用趋势正在弱化。

大中华区企业信用研究首席分析师

张积豪

香港
(852) 2533-3543
charles.chang
@spglobal.com

中国企业信用研究分析师

李畅

北京
(86) 10 6569 2705
chang.li
@spglobal.com

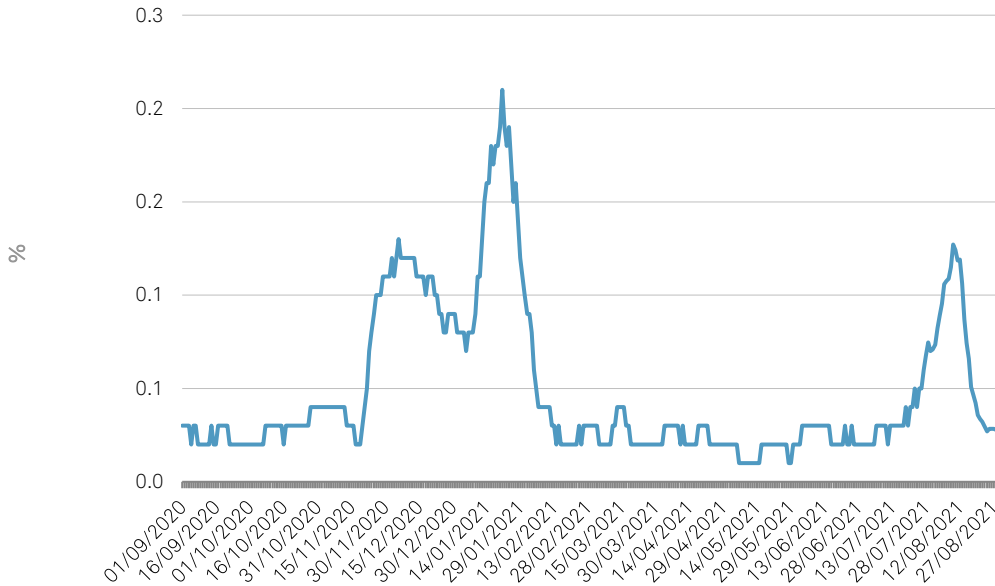
其他联系人

高博杨

北京
(86) 10 6569 2725
boyang.gao
@spglobal.com

图1

新冠在中国迅速传播的时期 确诊病例增长率（五日移动平均）



注：详见2021年6月29日发布于RatingsDirect的"COVID-19 Impact: Key Takeaways From Our Articles"。

数据截至2021年8月28日。资料来源：约翰·霍普金斯大学系统科学与工程中心、国家卫生健康委员会。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

评级趋势再次转向负面

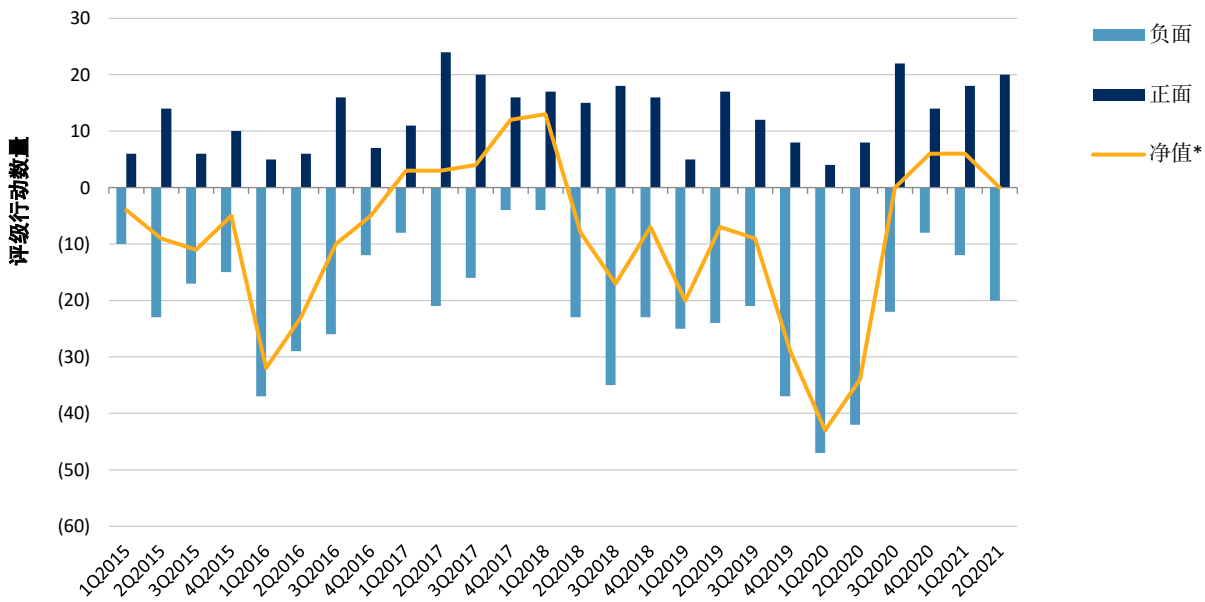
随着新增病例的出现，疫情余波继续令中国企业承压。即使在疫情前，近两年来企业也一直在努力应对中国经济放缓以及与美国的贸易战。

因此，自 2018 年受评企业呈现净负面评级行动。2020 年，新冠疫情加剧了评级的负面趋势，直到刺激措施和初步复苏使评级趋势在 2020 年上半年末出现逆转。

正面评级趋势在今年年中开始反向（见图 2）。由于不会有刺激措施来拯救企业，类似逆转的可能性缩小。外源性冲击，如疫情再次爆发，可能导致负面评级行动。

图2

正面评级趋势开始逆转



注：评级行动包括上调/下调和展望/信用观察状态变动，不包括主权评级变动和地方政府信用状况变动引起的

评级行动。数据截至2021年7月31日。*正面和负面评级行动的差值。资料来源：标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

净负面展望表明未来风险

中国企业呈现出 10% 的净负面评级展望率（见表 1）。这表明近期内下调风险显著高于上调。我们将正面展望及信用观察的评级数量减去负面展望及信用观察的评级数量，所得数值再除以存续的评级数量，得出正负展望百分比差值。

拥有近 80% 发行人的行业呈现净负面展望。其中，净负面展望的大行业包括汽车（39%）、资本品（17%）、地方政府融资平台（城投，17%）、媒体和休闲（60%）、以及房地产（13%）。

表 1

受评中国企业所面临的下调风险渐增

行业	信用数量	所占权重(%)	正负展望 百分比差值(%)
汽车/汽车零部件	13	4.10	(38.50)
商业和消费者服务	6	1.90	(50.00)
资本品/机械装备	18	5.60	(16.70)
化工	11	3.40	9.10
消费品	19	6.00	10.50
高科技	15	4.70	6.70
城投	12	3.80	(16.70)
媒体娱乐和休闲	10	3.10	(60.00)
采矿和金属	27	8.50	0.00
石油天然气	9	2.80	(11.10)
房地产	86	27.00	(12.80)
餐饮/零售	8	2.50	0.00
运输-周期性	9	2.80	0.00
运输-基础设施	21	6.60	0.00
公用事业	37	11.60	(2.70)
合计	319	100.00	(10.00)

注：我们将正面展望及信用观察的评级数量减去负面展望及信用观察的评级数量，得出正负展望百分比差值。
数据截至 2021 年 7 月 31 日。资料来源：标普全球评级。

资本品行业发行人将面临数项考验，包括需求下降、环保相关影响、以及原材料价格上涨（详见 2021 年 7 月 28 日发布的《中国资本品行业高处不胜寒》）。

在政府控制杠杆率的政策下，薄弱的城投和房地产发行人所面临的再融资风险上升。融资环境因此收紧，且国有企业和开发商的违约不断上升。我们预计这一趋势将持续至 2021 年下半年（详见 2021 年 6 月 23 日发布的《2021 中国企业债券违约：冲击虽大，仍敢放手》）。

汽车行业的净负面展望率仍较高，尽管随着市场复苏，自去年底评级的负面趋势有所缓解（详见 2021 年 3 月 9 日发布的《中国汽车行业将迎来稳健增长》）。虽然复苏应会继续，主要风险依然存在，包括芯片持续短缺、疫情防控影响全球生产和供应链、以及原材料价格和运输费用上涨增加了成本压力（详见 2021 年 8 月 19 日发布的《因供应链压力，耐世特汽车的利润复苏或偏离轨道》）。

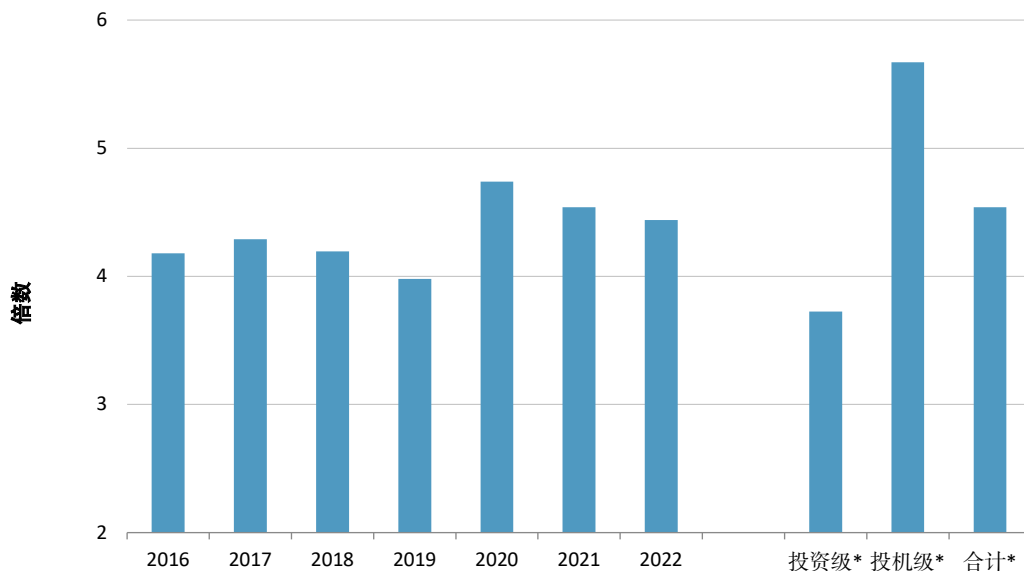
随着资本支出放缓，债务增长将放慢

疫情导致受评实体的杠杆率加速上升，2020 年经调整债务对 EBITDA 比率的中位数从 2019 年的 4 倍上升至 4.7 倍，这转变了连续三年下降的趋势。

我们预计杠杆率将于今年和明年恢复常态，但或将保持在历史高位并远高于疫情前水平至少到 2022 年（见图 3）。

图3

随着复苏延迟，中国企业的杠杆率保持在高位 经调整债务对EBITDA比率



注：包括大中华区受评企业。债务和EBITDA按照标普全球评级方法论进行调整。数据截至2021年7月31日。

*受评企业的2021年数据。资料来源：标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

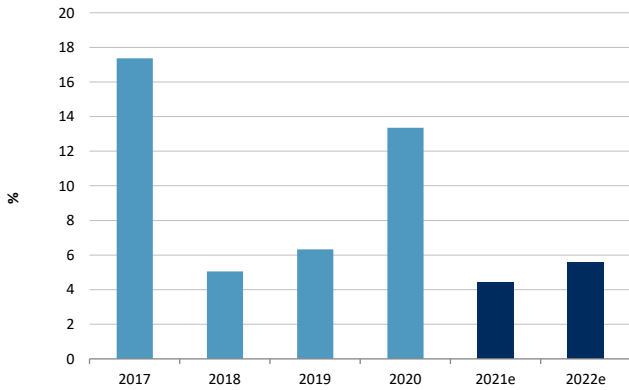
我们预测受评企业的债务增长将放缓，源于杠杆率水平已处于高位：投资级为 3.7 倍，投机级为 5.7 倍。企业的投资意愿收紧，而政府采取积极的措施以应对过度债务。

相比去年的低基数，资本支出处于高位，但两年的平均增速将仅为 7.7%。这低于疫情前 10% 的水平，而有助于降低额外举债的需求（见图 4b）。

图4a

因政府管控杠杆率，债务增长将放缓...

大中华区受评企业的债务增长（同比变动%）

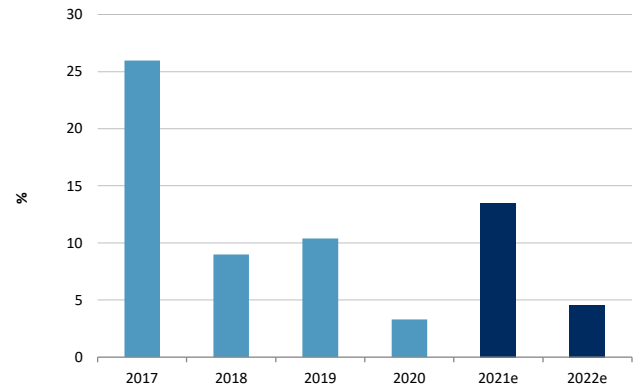


注：为报表债务，而非经调整债务。数据截至2021年7月31日。
资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 4b

...且投资意愿下降

大中华区受评企业的资本支出增长（同比变动%）



注：数据截至2021年7月31日。e--预测。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

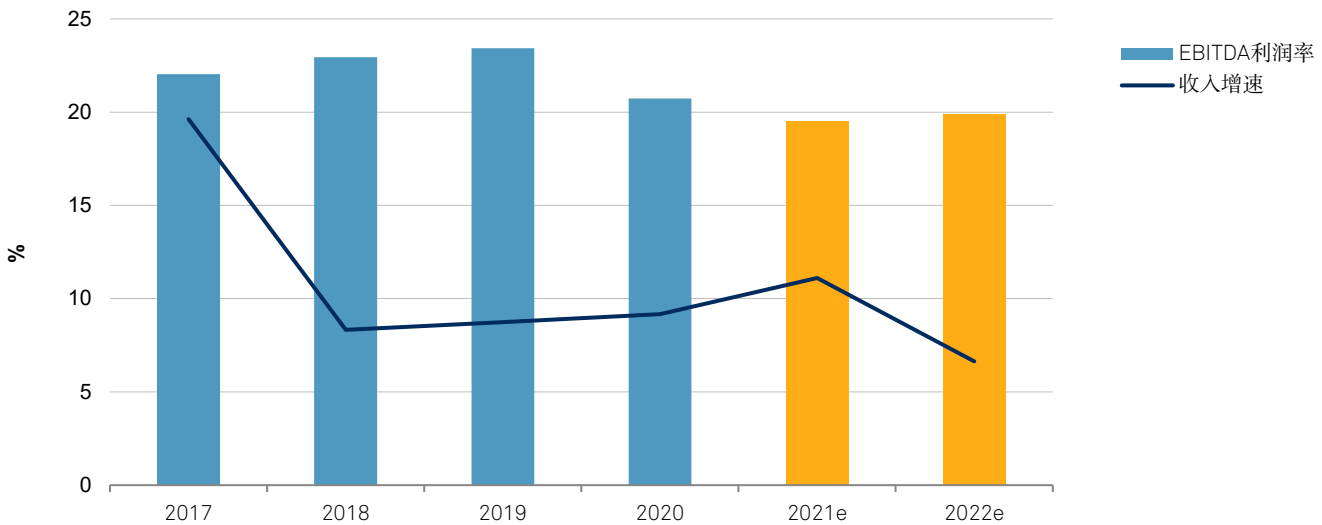
利润下滑和收入放缓拖慢降杠杆

在企业的债务增速下降的同时，我们预计 EBITDA 利润率和收入增速也将放缓（见图 5），而这会削弱公司利用经营现金流支付利息和偿还债务的能力。

图5

利润下滑或导致信用状况恢复缓慢

大中华区受评企业数据和估算



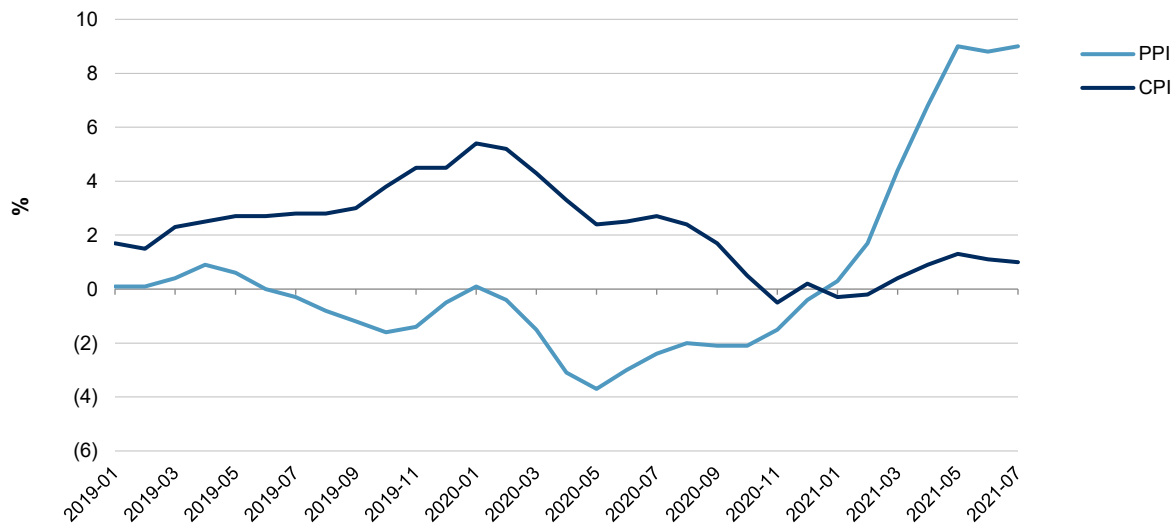
注：数据截至 2021 年 7 月 31 日。e-估算。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

导致企业利润承压的一个重要原因是成本上升。大宗商品价格走高可能会使部分上游企业受益，但却会增加下游企业的原材料成本，挤压其利润空间。

自去年下半年以来，中国生产者价格加速上扬，但消费者价格却变化不大，且持续低于疫情前水平（见图6）。中国的价格传导一直较弱，这就导致企业不得不自己承受价差（详见2021年6月23日发布的“Asia-Pacific's Recovery Regains Its Footing”）。

图6

PPI 向 CPI 的传导一直较弱



PPI—生产者价格指数。CPI—消费者价格指数。资料来源：Wind。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

随着成本增加的影响逐渐显现，企业的利润空间将进一步压缩。我们预计2021年企业的收入增速应能保持在健康水平且持续复苏，但2022年由于投资增长放缓以及经济复苏带来的动能减弱，企业的收入增长将明显放缓。

期限缩短和流动性收紧推升风险

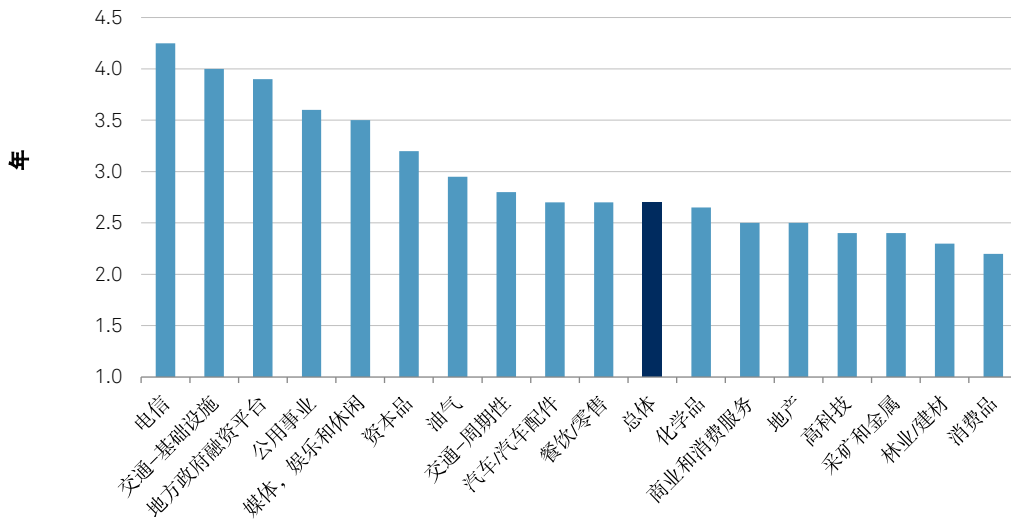
随着融资环境收紧，许多中国企业的平均债务期限将有所缩短。

投机级发行人的加权平均债务期限中位数仅有2.3年，而投资级发行人也只有3.1年（见图7）。

处在这一水平上下的发行人不在少数，他们面临着债务期限缩短和流动性收紧的问题，且很难或无法获得长期融资。

图7

多数发行人的加权平均债务期限短于三年

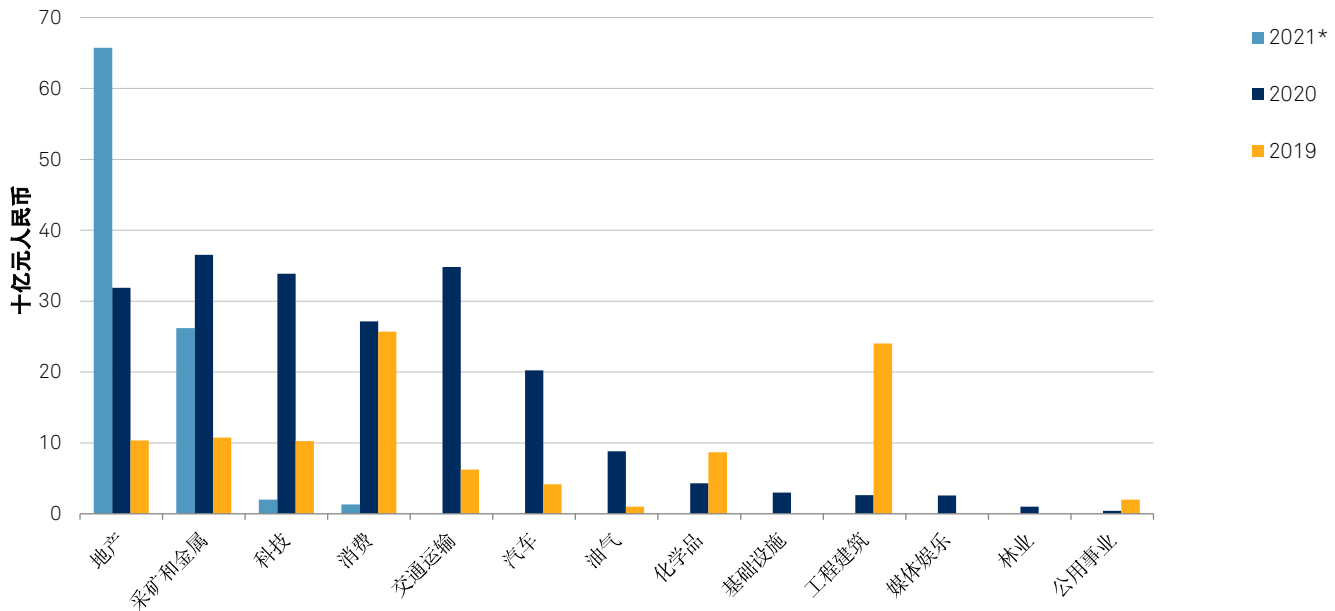


注：数据截至 2021 年 7 月 31 日。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

在我们授予评级的发行人中，我们评估流动性状况为“稍欠”的占比约为 14%。债务期限缩短且风险不断上升的行业包括消费品、地产以及采矿和金属。去年，三个行业的债务违约规模最大。今年以来，违约规模最大的两个行业分别是地产行业以及采矿和金属行业。

图8

地产行业及采矿和金属行业的违约债券规模最大
中国境内债券违约规模（按行业）



注：数据包括中国所有非金融企业的境内债券。违约涵盖无法足额且按时付息或偿还本金的情况，包括延长期限和各种折价重组。
*数据截至 2021 年 6 月 21 日。资料来源：Wind，标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

监管风险加剧企业脆弱性

基本面弱化、债务期限缩短、流动性和融资环境趋紧加剧了发行人的脆弱性。时有新增的病例以及大范围人口流动限制使已然面临监管风险的短期趋势更添不确定性。

随着政府逐渐重视解决经济增长和社会公平之间的不平衡，我们预计上述风险将持续存在。政府制定了一些目标，包括充分利用市场竞争，保证数据安全，保障消费者和工人的权利等。此外，政府还力求降低人们的生活成本，特别是住房、教育和医疗。

虽然这些目标并不陌生，但为达成目标而采取的手段和信息传达的方式可能会出乎人们的意料，并且可能带来市场波动。这又会进一步推高资金成本，加剧流动性风险，并阻碍资本市场融资。

根据政治局在 2021 年 7 月 30 日召开的会议上所传达的信息，政府对经济增长并不十分乐观，但也没有表态将因此而放松监管力度。

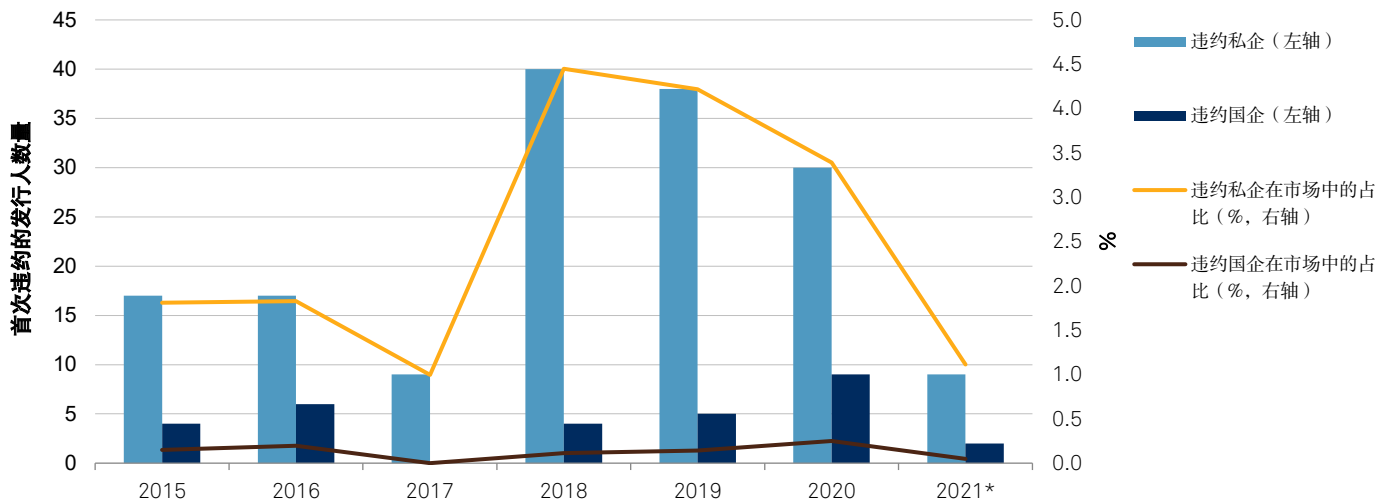
私企和国企之间的违约平衡或会打破

政府近期出台的许多政策，包括前文所述和以降杠杆为目标的政策，可能给私营企业带来的影响更大。

市场波动叠加令企业措手不及的监管措施使私企的融资变得更加困难。因此，过去几年渐趋放缓的私企违约增速可能将回升（见图 9）。

近几年，国企违约事件加速出现。虽然违约事件或将持续增加，但速度将会下降。出于对国企违约加速增长的顾虑，中央政府要求地方政府加强对当地国企的债务管理（详见 2021 年 8 月 30 日发布的《上调中国地方政府制度框架评估，因中央政府加强管控》）。如果政策指引得到持续有力地推进，成果将能逐渐显现。

图9
民营企业违约增长放缓趋势或将逆转



注：数据包括中国所有非金融企业的境内债券。违约指无法足额且按时付息或偿还本金的情况，包括延长期限和折价重组。违约规模为违约发行人截至首次违约日未偿还的债券规模；违约发行人数量为首次违约的发行人数量。市场为全部未偿还债券规模或市场中的发行人数量。*数据截至 2021 年 6 月 21 日。资料来源：Wind，标普全球评级。版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

相关研究

- 上调中国地方政府制度框架评估，因中央政府加强管控，2021 年 8 月 30 日
- 因供应链压力，耐世特汽车的利润复苏或偏离轨道，2021 年 8 月 19 日
- Pandemic Is Disrupting 2021 Growth Outlooks In Southeast Asia, Aug. 18, 2021
- 中国互联网行业驶入新的监管格局，2021 年 8 月 2 日
- 中国资本品行业高处不胜寒，2021 年 7 月 28 日
- 中国企业债券违约冲击虽大，仍敢放手，2021 年 6 月 23 日
- Asia-Pacific's Recovery Regains Its Footing, June 23, 2021
- 国企违约管控加码，2021 年 4 月 27 日
- 中国企业违约事件警示区域风险，2021 年 3 月 11 日
- 中国汽车行业将迎来稳健增长，2021 年 3 月 9 日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=12081176&ArtRevId=1&sid=&sind=A&>

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及www.ratingsdirect.com和www.globalcreditportal.com（收费网站），及www.spcapitaliq.com（收费网站），及并可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。