

# 信用扩张趋于缓和，债市风险不可小觑

——联合 2021 年宏观信用风险展望

联合资信宏观研究部

摘要：

- 为应对疫情对实体经济的冲击，2020 年我国宏观信用快速扩张，扩张动力主要来自政府部门（同比增长 22.09%）。全年宏观信用总量增长近 30 万亿，同比增长 12.28%，同时非标继续收缩。
- 2020 年我国信用风险总体稳定，但信贷市场、债券市场和非标市场违约规模均有所增加，主要是受到疫情冲击，企业经营业绩有所下降，以及存量债务规模较大的国有企业违约增加。四季度永煤等债券违约事件的爆发，对“国企信仰”产生较大冲击，也对企业部门信用扩张造成较强约束。
- 2021 年受货币政策常态化以及宏观杠杆率高企等因素约束，我国宏观信用扩张将趋于缓和，但仍将保持一定的速度，因为经济恢复的基础不牢固，仍然需要适度的信用扩张政策支持。非标市场信用收缩态势将延续。
- 在债务率高、到期偿债规模大和经营业绩提升相对滞后的背景下，2021 年我国企业部门信用风险或将处于相对高位，资金自我平衡能力弱、过度依赖外部融资的高杠杆、弱资质企业的违约将进一步增加，“国企信仰”将进一步被打破。
- 在市场流动性收紧的影响下，信用市场违约风险可能高于上年。信贷市场、非标市场信用风险将可能向债券市场传导扩散；高杠杆、弱资质城投公司信用风险有所加大。尾部及部分经营激进的高负债房地产开发企业的违约风险较大。

## 一、2020 年宏观经济运行概况

2020 年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国疫情于二季度迅速控制，进入常态化防控，在一季度下降 6.80% 的情况下，经济逐季复苏，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，全年实际 GDP 同比增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。

表1. 2016-2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

## 二、2020 年宏观信用状况分析

### （一）宏观信用总量扩张及其结构状况<sup>1</sup>

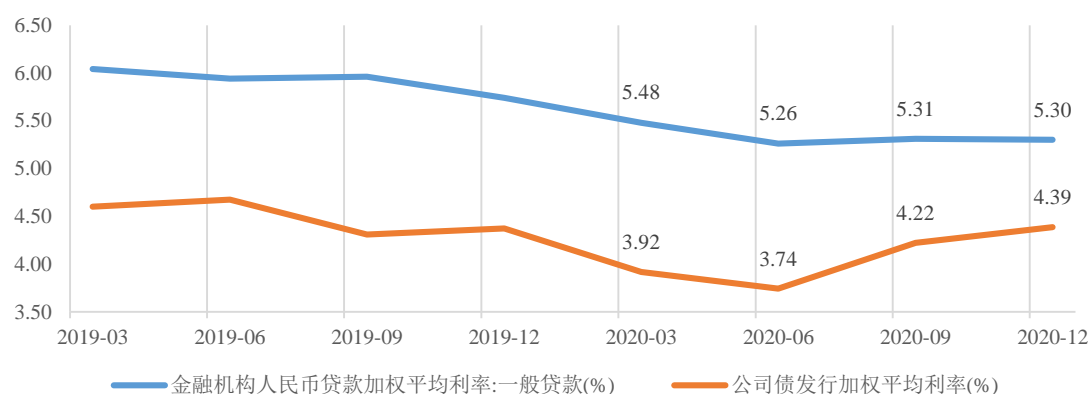
#### 1. 利率水平上半年明显下降，下半年有所回升

2020 年上半年，流动性充裕、信贷条件宽松和利率下降为实体部门信用扩张创造了良好的信用政策环境，下半年货币政策基调转向“总量适度”，政策逐步

<sup>1</sup> 本报告的宏观信用取狭义，指实体经济部门信用，未包括金融部门信用。

回归常态，流动性边际收紧，利率水平整体呈上行趋势，信用扩张速度随之放缓。面对突如其来的新冠肺炎疫情的严重冲击，央行及时通过下调准备金率<sup>2</sup>、公开市场操作及 MLF 操作，保持了市场流动性合理充裕，降低金融机构资金成本；同时通过下调政策利率引导 LPR 下行<sup>3</sup>，推动信贷市场和债券市场利率下行，降低实体经济部门融资成本，激发融资需求。如图 1 所示，2020 年，金融机构人民币一般贷款加权平均利率上半年持续下行，二季度达到近 10 年来最低水平 5.26%，下半年小幅回升。债券发行利率也呈现先降后升的趋势，以公司债发行的加权平均票面利率为例，上半年持续下降至二季度最低点 3.74%，下半年持续上升。2020 年上半年，实体部门融资利率的下行，促进了信用总量的快速扩张，而在下半年利率水平回升的影响下，信用总量扩张有所放缓。

图1. 金融机构人民币贷款利率及公司债发行利率走势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

## 2. 宏观信用快速扩张，政府部门信用量同比增长最快

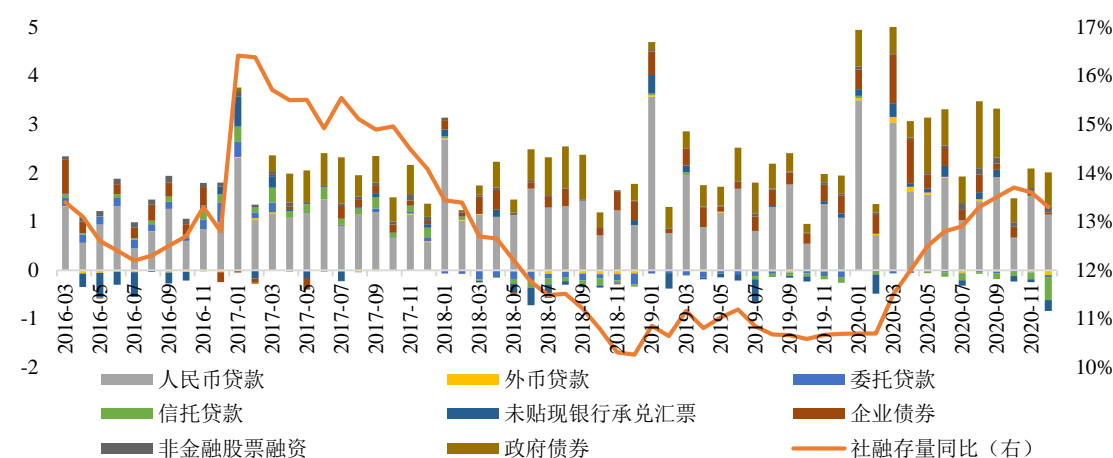
2020 年，我国社会融资规模累计增量为 34.86 万亿，比上年多增 9.19 万亿元。其中信贷和政府债券是支撑 2020 年社融多增的主要因素：新增人民币贷款 20.03 万亿，较上年增加 18.64%，在新增社融中占比仍最高（57.46%）；新增政府债券 8.34 万亿，较上年大幅增加 76.62%，占比（23.91%）进一步上升。截至 2020 年末，社会融资规模存量达到 284.83 万亿元，同比增长 13.33%，增速为

<sup>2</sup> 2020 年 1 月 6 日全面降准 0.5%，释放资金 8000 多亿；3 月 16 日定向降准再次释放资金 5500 亿；4 月再次定向降准，释放资金 4000 亿。三次共释放资金 9500 亿。

<sup>3</sup> 2020 年 2 月 20 日，1 年期 LPR 下调 10BP 至 4.05%，5 年期 LPR 下调 5BP 至 4.75%；4 月 20 日，1 年期 LPR 下调 20BP 至 3.85%，5 年期 LPR 下调 10BP 至 4.65%。

2018 年以来最高。

图2. 新增社融构成及存量同比增速（万亿，%）

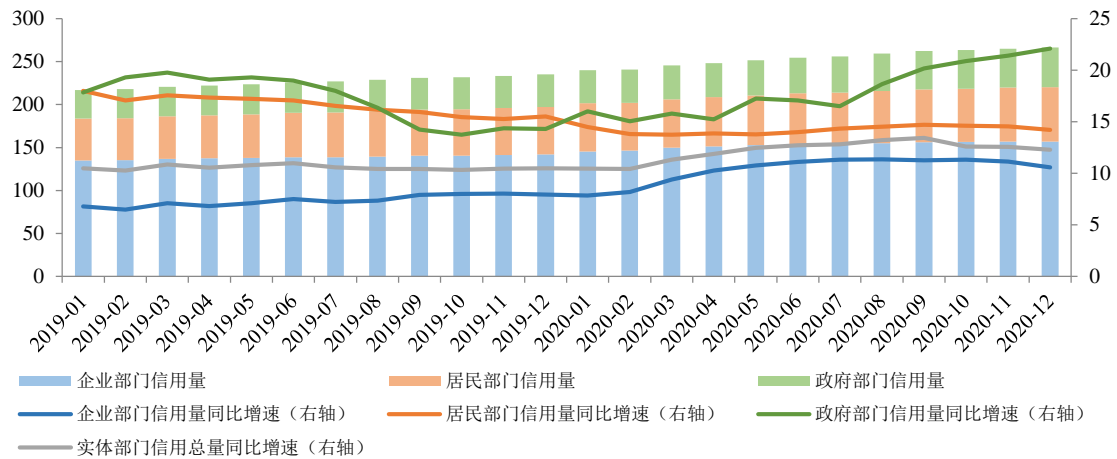


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

截至 2020 年末，我国实体经济部门信用总量达到 266.21 万亿元<sup>4</sup>，较上年末净增 29.12 万亿元；同比增长 12.28%，增幅较上年末（10.49%）明显加快。如图 3 所示，2020 年以来，在经济增速继续下行并受到突如其来的新冠肺炎疫情冲击，宏观政策加强逆周期调节、信用环境宽松的背景下，我国实体经济部门信用总量增速显著加快，三季度末同比上升至高点 13.44%，四季度略有回落。分部门来看，政府部门信用量同比增速最快，占比同步提高。截至 2020 年末，我国企业部门信用量 156.97 万亿元，占比（58.96%）仍然最大，较上年末的 59.78% 有所下降，比上年末净增 15.02 万亿元，同比增长 10.58%；居民部门信用量 63.18 万亿元（占比 23.73%），净增 7.87 万亿元，同比增长 14.22%；政府部门信用量达到 46.06 万亿元（占比 17.30%），净增 8.33 万亿元，同比增长 20.09%，占比较上年末提高 1.39 个百分点，成为 2020 年信用扩张最快的部门，2020 年末地方政府专项债余额 12.92 万亿元，同比增长 36.92%，是政府部门信用扩张的主要力量，主要是为对冲疫情影响，财政赤字扩大、发行抗疫特别国债和地方政府专项债额度大幅提高所致。

<sup>4</sup> 宏观信用总量一般被定义为政府、非金融企业和居民三大部门信用量/有息债务量之和。本报告利用人民银行公布的金融数据确定各部门债务量，加总得到信用总量数据。其中非金融企业部门信用量包括企业贷款和企业债券余额，以及企业非标融资总额（包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票）；居民部门信用量为住户部门银行贷款；政府部门信用量为政府债券余额，包括中央政府债券余额和地方政府债券余额。

图3. 实体经济部门信用总量及增速情况（万亿元，%）



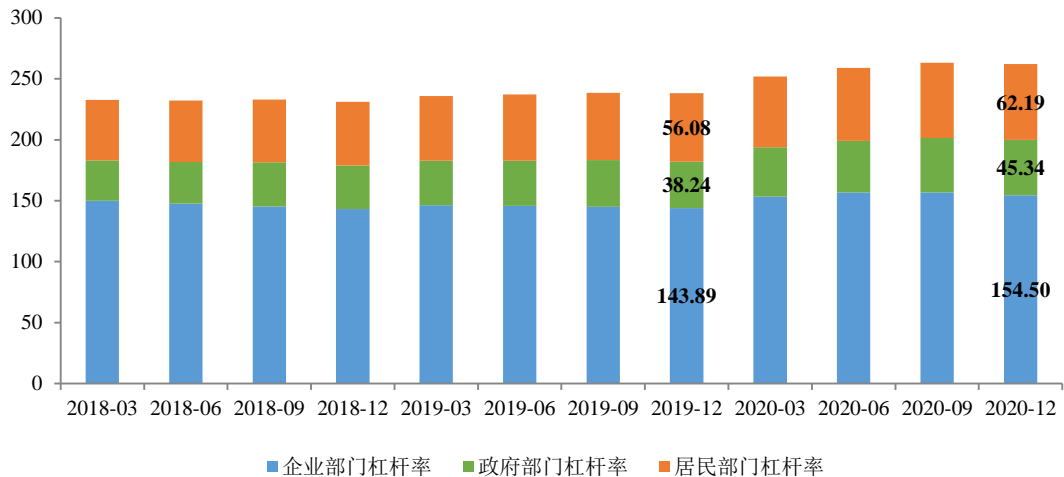
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

### 3. 实体经济部门杠杆率迅速攀升，非金融企业部门的拉动作用最大

截至 2020 年末，我国实体经济部门宏观杠杆率 262.02%，较 2019 年末（238.21%）上升 23.81%<sup>5</sup>，历史上仅次于 2009 年的升幅（31.80 个百分点）。分季度看，随着经济增速由负转正，杠杆率也经历了升幅由大到小再到下降的过程，前三季度分别上升 13.57、7.21 和 4.12 个百分点，四季度下降 1.08 个百分点。分部门来看，非金融企业部门杠杆率最高，为 154.50，较上年末上升 10.61 个百分点，对实体经济部门杠杆率的上升拉动最大，居民部门和政府部门杠杆率分别上升了 6.12 和 7.09 个百分点。2020 年中国宏观杠杆率达到历史新高，实体部门债务规模大幅增加，尤其是非金融企业部门杠杆率偏高，信用扩张在稳定经济、缓释风险的过程中发挥了不可忽视的作用。当然，这自然也增加了未来债务到期偿付的压力。

<sup>5</sup> 本文借鉴 BIS 及中国社科院的方法，将我国实体经济部门杠杆率定义为非金融企业部门、居民部门和政府部分的杠杆率之和。各部门的杠杆率计算公式为：部门债务（信用）总量/4 个季度滚动名义 GDP。如注释 4 所述，由于本文采用的统计口径较窄，所以杠杆率数据与 BIS 及中国社科院的数据存在差异，但变化趋势一致。

图4. 中国宏观杠杆率（%）

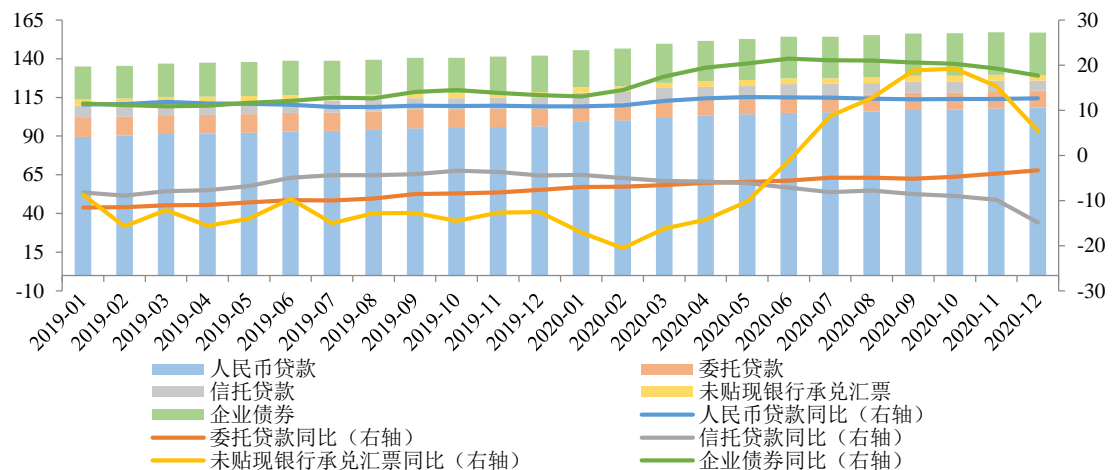


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

#### 4. 债券融资增速较快，信用配置呈现较为明显的结构特征

企业部门债券融资增速较快，占比有所提升。疫情严重冲击下，为了稳企保岗，信用环境宽松，企业债券融资增速虽在下半年有所回落，但全年较上年大幅上升，债权融资占比也有所提高，由上年末的 16.53% 上升至 2020 年末的 17.71%；人民币贷款增速在 3-4 月份有所上升，此后基本维持在 12.70% 左右，年末占比有所提高。

图5. 企业部门信用结构变化情况（万亿元，%）

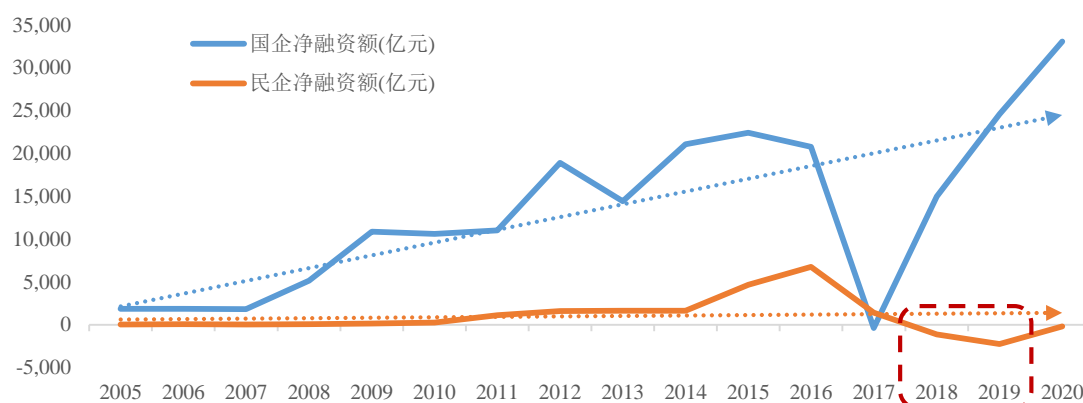


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

在所有制结构方面，民营企业信用扩张速度较慢。从图 6 可以看出，民营企业与国有企业在债券市场的融资情况差距十分明显，与国有企业相比，民营企业

信用扩张速度较慢，甚至存在阶段性收缩。2020 年国有企业债券净融资规模<sup>6</sup>为 3.92 万亿元，民营企业债券净融资规模 1921.20 亿元，仅占民企债券融资总额的 4.67%。可见在信用快速扩张周期，民营企业获得信用资源的占比也较小。

图6. 国企和民企债券市场净融资规模比较



数据来源：Wind，联合资信整理

在不同行业的信用资源配置方面<sup>7</sup>，存在一定的行业错配问题。从 2020 年各行业债券融资规模占比数据可以看到，一是政府鼓励信用支持的占有经济主体地位的制造业债券融资规模占比只有 12.05%（见表 2），明显低于建筑业和综合类行业的占比；二是服务业尤其是高技术服务业如信息传输、软件和信息技术服务业债券融资占比仅为 0.93%，反映出信用资源存在一定的错配问题。

城投平台信用扩张较快。按照 Wind 口径，2020 年城投债发行 4.48 万亿元，净融资额 1.74 万亿元，期末城投债余额 10.79 万亿元，同比增长 19.19%，仅次于近 10 年来 2016 年的增速（28.01%）。行业分布上，城投平台类公司主要分布在建筑业和综合类行业，是这两类债券发行金额占比较大的主要原因。

表 2. 2020 年各行业债券发行情况

行业	发行只数	发行只数占比	发行金额(亿元)	发行金额占比
建筑业	3,622	26.83%	26,940.30	21.79%
综合	2,578	19.10%	22,783.98	18.43%
制造业	1,382	10.24%	14,900.77	12.05%
交通运输、仓储和邮政业	1,105	8.19%	14,163.04	11.46%

<sup>6</sup> 包括非金融企业发行的企业债、公司债（含私募债）、中期票据、短期融资券（含超短融）、定向工具、可转债、可交换债等。

<sup>7</sup> 行业中剔除了金融行业，以显示信用资源在实体经济各行业的配置情况。



电力、热力、燃气及水生产和供应业	1,094	8.10%	14,162.58	11.46%
采矿业	472	3.50%	7,886.16	6.38%
房地产业	846	6.27%	7,133.09	5.77%
租赁和商务服务业	1,264	9.36%	6,994.01	5.66%
批发和零售业	649	4.81%	4,616.15	3.73%
水利、环境和公共设施管理业	179	1.33%	1,263.23	1.02%
信息传输、软件和信息技术服务业	115	0.85%	1,148.58	0.93%
居民服务、修理和其他服务业	49	0.36%	837.10	0.68%
文化、体育和娱乐业	75	0.56%	423.10	0.34%
农、林、牧、渔业	38	0.28%	218.35	0.18%
住宿和餐饮业	20	0.15%	104.54	0.08%
科学研究和技术服务业	11	0.08%	39.36	0.03%
教育	1	0.01%	4.28	0.00%
<b>合计</b>	<b>13,500</b>	<b>100.00%</b>	<b>123,618.62</b>	<b>100.00%</b>

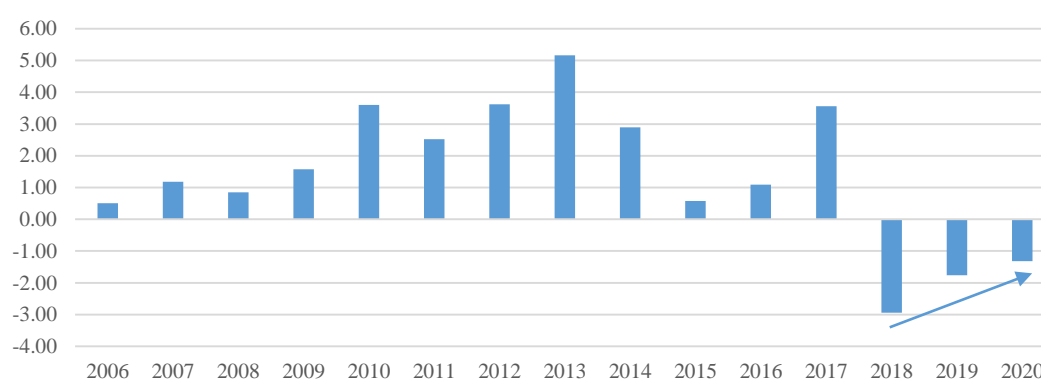
注：行业划分采用证监会行业大类，以下同

数据来源：Wind，联合资信整理计算

## 5. 非标融资收缩幅度减小，信托贷款收缩尤为明显

宏观信用总量在银行信贷和债券融资大幅增长的推动下急剧扩张的同时，受金融去杠杆及资管新规等金融监管政策所影响，2018 年以来非标融资规模大幅收缩，2019 年延续收缩态势，2020 年收缩幅度有所减小，主要是受到抗疫特殊时期非标融资监管有所放松，资管新规过渡期延长的影响所致<sup>8</sup>。

图7. 2018 年以来非标融资规模收缩趋缓（万亿元）



数据来源：中国人民银行、wind，联合资信整理

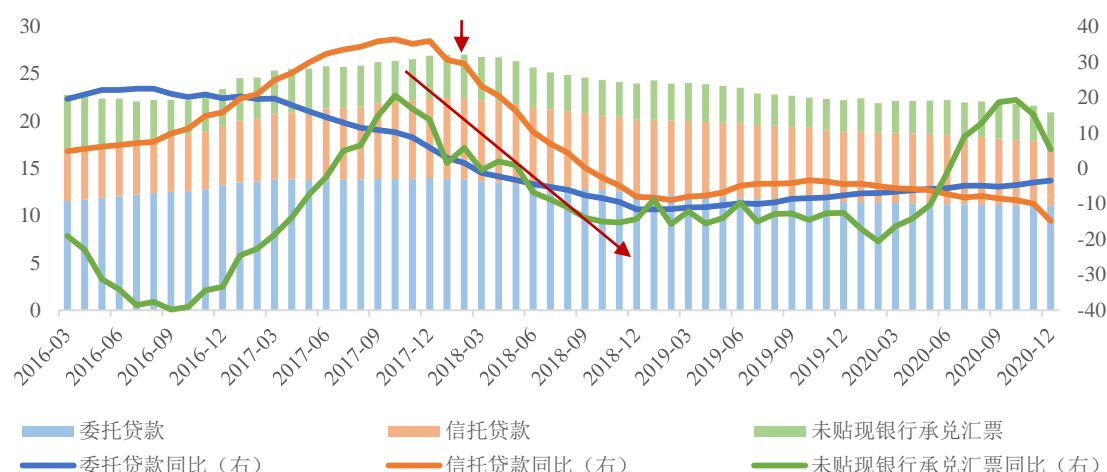
从构成来看，委托贷款为非标融资的主要形式，其次是信托贷款，未贴现银行承兑汇票占比最小。2020 年委托贷款降幅持续收窄，未贴现银行承兑汇票增速冲高回落，信托贷款延续降幅度扩大态势。2020 年信托业监管趋严，监管部门

<sup>8</sup> 央行于 2020 年 7 月 31 日发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》，将原本在 2020 年年底结束的资管新规过渡期延长至 2021 年底。



针对信托业出台多项规范措施，主要包括限制集合资金信托计划非标投资金额及集中度、压缩信托通道业务、融资类业务。

图8. 非标融资各分项规模及同比（万亿元，%）



数据来源：中国人民银行、wind，联合资信整理

## （二）宏观信用风险状况及其分布

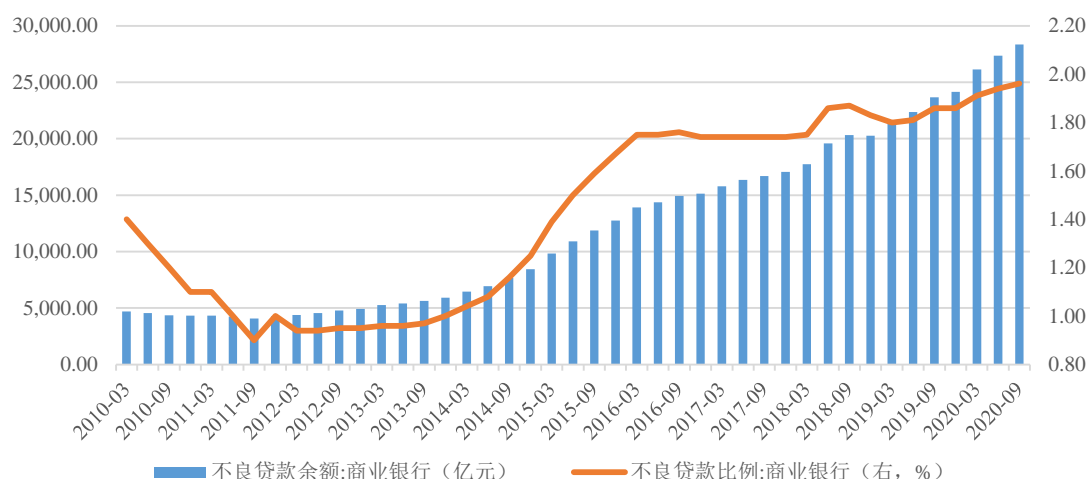
近年来，我国宏观杠杆率持续上升。截至 2020 年末，我国实体经济部门杠杆率达到 262%，在国际上处于较高水平，客观上已经积累了较高的信用风险。由于政府部门显性债务和居民部门债务的债务率较低，我国宏观信用风险主要集中在企业部门。企业部门通过信贷市场、非标市场和债券市场举债融资，三类债务的信用风险虽各有不同，但各类债务风险具有扩散性和传染性，因此有必要从宏观上对我国主要债务类型的信用风险及其分布情况做全面考察。

### 1. 银行贷款不良率继续上升

截至 2020 年三季度末，我国商业银行不良贷款余额 2.84 万亿元，较上季度末增加 987 亿元，较上年同期增加 8096.41 亿元；商业银行不良贷款率 1.96%，较上季度末上升 0.02 个百分点，较上年同期上升 0.1 个百分点（见图 8），人民银行尚未公布四季度的银行贷款不良率数据，根据近年银行不良逐季上升的趋势及 2020 年的特殊情况推测，四季度商业银行不良数据仍将呈上升之势，总体上 2020 年商业银行信贷资产质量有所下降。人民银行 2020 年 5 月出台的小微企业贷款延期还本付息政策，对商业银行不良贷款率的稳定具有积极效果。该政策原计划执行至 2020 年末，近期监管部门决定进一步延长至 2021 年 3 月末。由于小

微企业受疫情影响较大，2020 年入冬以来疫情在国内发生局部爆发，全国局地零星疫情不断，小微企业生产经营仍面临较大困难。实际上，贷款延期仅仅是将小微企业贷款风险后延而已，如果 2021 年 3 月末取消小微企业贷款延期，可能出现小微企业贷款不良集中暴露的局面。

图9. 商业银行不良贷款

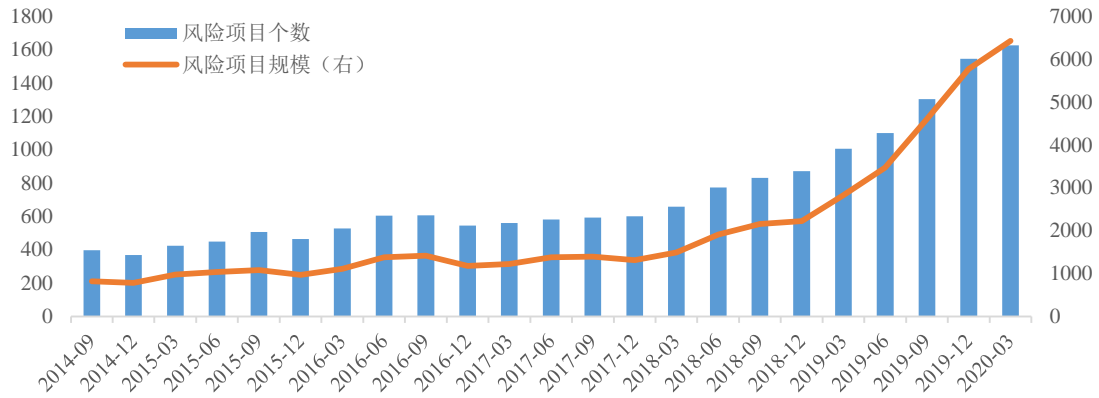


数据来源：中国人民银行、Wind

## 2. 信托违约事件增加

信托业协会公布的统计数据显示，2018 年以来，伴随着去杠杆和影子银行监管的加强，叠加经济增速下滑，我国信托业风险项目数和规模呈现快速增长之势，截至 2020 年一季度末，信托业风险资产规模达到 6431 亿元，为 2018 年一季度末的 3 倍多，同期风险项目个数也从 2000 增加到 6000 个以上，增加 2 倍以上（图 10）。信托业协会在此后季度报告中未继续披露该数据，可能也是行业风险高企的一个反映。从 2020 年二季度以来信托行业不断暴露的风险事件来看，信托不良率以及风险项目规模大概率还在继续攀升。

图10. 信托业风险项目情况（个，亿元）

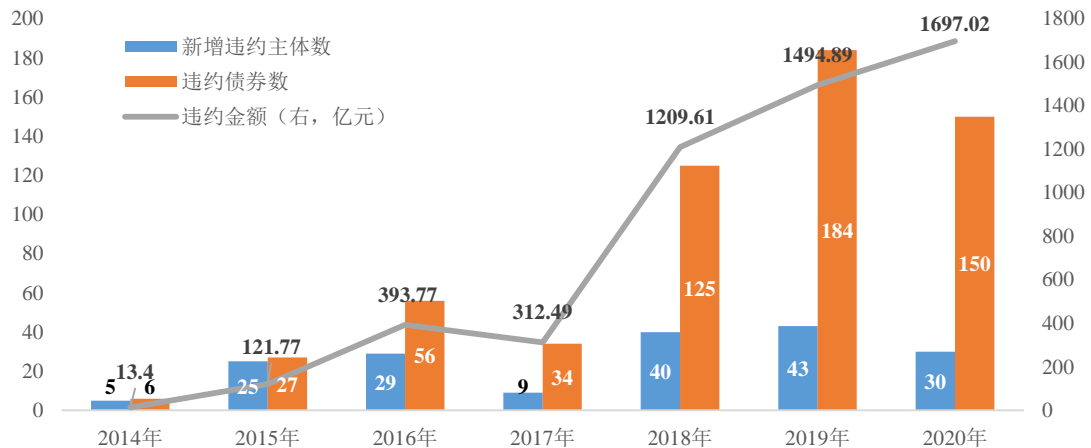


数据来源：中国信托业协会、Wind，联合资信整理

### 3. 债券市场信用风险维持高位，国企违约金额大幅上升

2020 年债券市场共有 150 支债券发生到期违约，新增违约主体 30 家，较 2019 年有所降低，但是到期违约规模却继续扩大，达到 1697.02 亿元的历史新高（图 11），债券市场信用风险呈现高位态势。

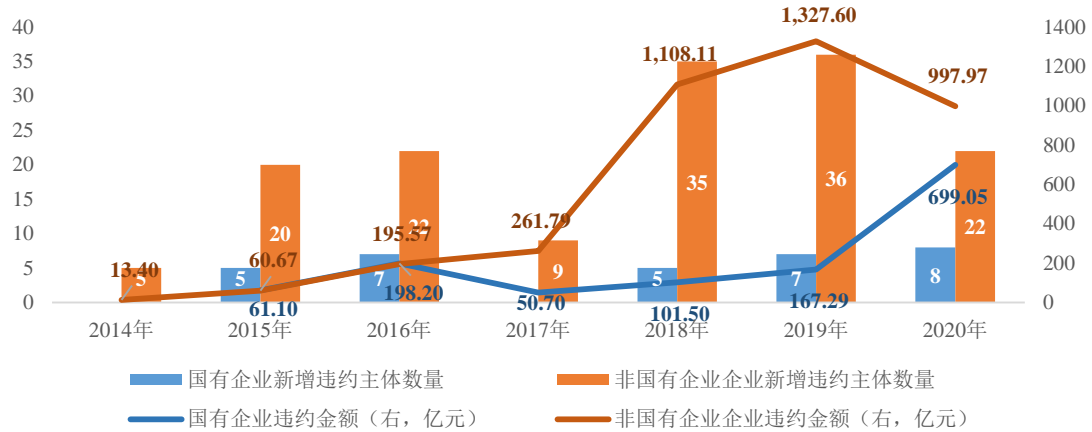
图11. 债券市场违约统计



数据来源：Wind，联合资信整理

2020 年民企债券违约情况阶段性改善，而国企违约规模大幅上升。从图 12 可以看出，2018 年和 2019 年非国有企业违约金额增加至 1000 亿元以上，2020 年新增违约主体数量和违约金额均有所回落。2015 年-2019 年国有企业新增主体和违约金额均处于较低水平，2020 年虽然新增违约主体较 2019 年仅增加一家，违约金额却大幅飙升至 699.05 亿元，使得国有企业与非国有企业违约规模差距大幅减小，主要是由于大型国企违约规模较大所致。

图12. 国有企业与非国有企业债券违约比较

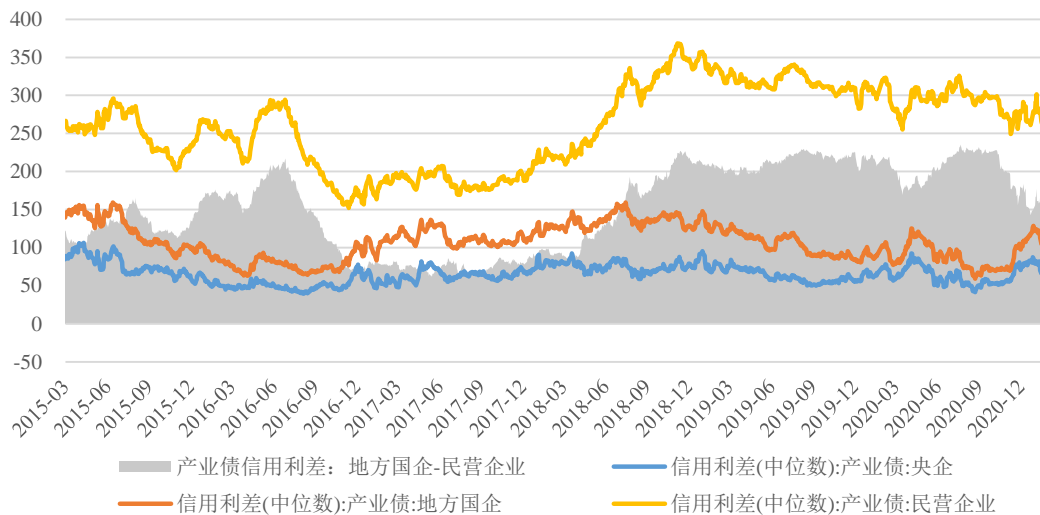


注：国有企业包括央企和地方国有企业，非国有企业包括民营、外资、集体、公众和其他所有制企业

数据来源：Wind，联合资信整理

永煤等超预期违约事件冲击了“国企信仰”。从图 13 可以看出，在 10 月下旬以及 11 月连续发生大型国企的违约事件之后，地方国企的产业债信用利差迅速走高，与民营企业产业债信用利差从 10 月 16 日的 222.96bp 到 12 月 25 日的 142.73bp，缩窄了 80bp 左右，反映出超预期违约事件对“国企信仰”的冲击以及市场对地方国企信用风险的担忧。

图13. 产业债信用利差 (bp)

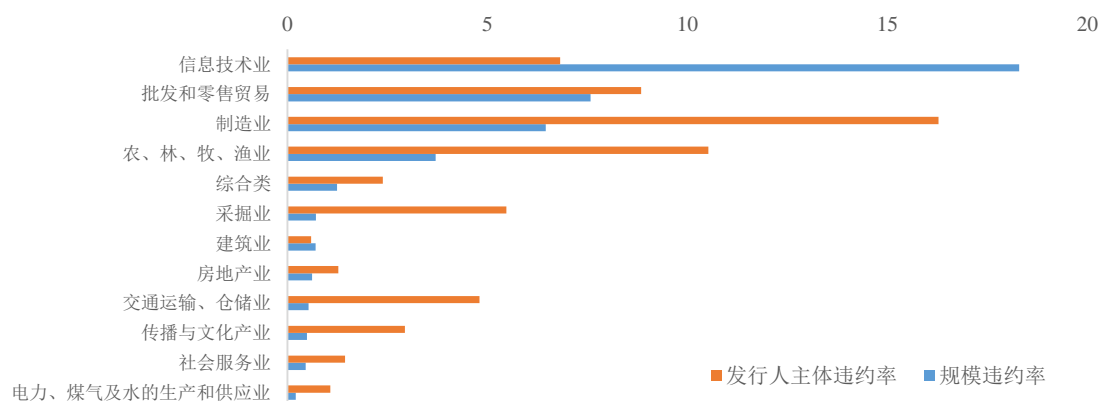


数据来源：Wind，联合资信整理

#### 4. 债券市场信用风险的行业及区域分布

从违约债券的行业分布来看（图 14），截至 2020 年末，规模违约率方面<sup>9</sup>，信息技术业为 18.30%，主要受北大方正集团违约规模较大所致，另外批发和零售贸易、制造业规模违约率超过 5%，也是违约高发的行业；发行人主体违约率方面，制造业超过 15%，农林牧渔业达到了 10.53%的比例。总体来看，制造业、批发和零售贸易为信用风险高发行业。

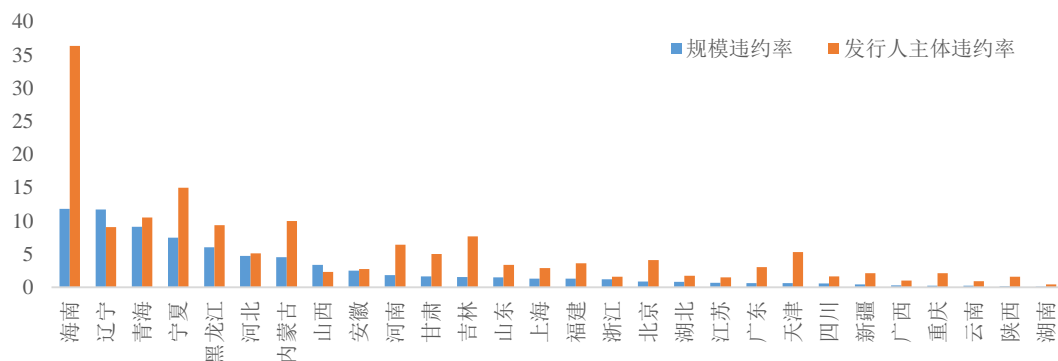
图14. 截至 2020 年末违约债券行业分布



数据来源：Wind，联合资信整理

从违约债券的地域分布来看（见图 15），截至 2020 年末，规模违约率方面，海南、辽宁、青海、宁夏、黑龙江居前五位，为较高的信用风险区；发行人主体违约率方面，海南、宁夏、青海、内蒙古和吉林位居前五，超过了 10%的水平。总体来看，违约高发地区集中在经济水平较低、地方财政实力较弱的东北、西南和西北等地区。

图15. 2020 年底违约债券地域分布 (%)



数据来源：Wind，联合资信整理

<sup>9</sup> 按证监会行业划分统计。某时点的债券规模违约率=该时点之前所有到期违约债券规模/该时点存量债券余额。

### 三、2021 年宏观信用展望

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，重点落实八项任务<sup>10</sup>，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，我们预测 2021 年我国 GDP 增长将达到 8.5%左右，货币政策大概率边际收紧，信用扩张放缓，违约风险有所增大。

#### 1. 宏观信用扩张仍将延续，但扩张速度趋于放缓

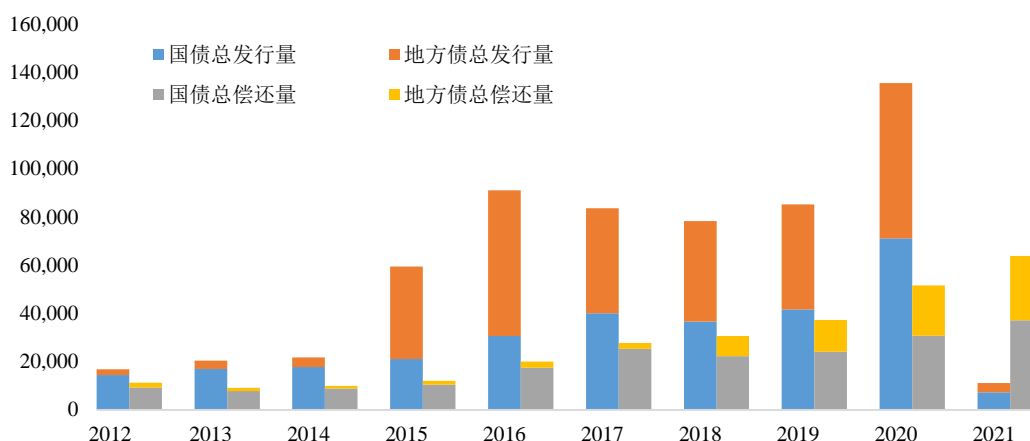
首先是实体经济恢复的基础不牢固，仍然需要适度的信用扩张政策支持。2020 年我国迅速控制疫情，取得了 GDP 同比 2.3%的正增长，为改革开放 40 年以来最低增速，经济增长的基础尚不牢固。疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，内部结构性问题仍然存在。在需求弱化、增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下，中国经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张政策对经济注入流动性。

**政府部门再融资需求依然旺盛。**政府部门债务到期规模较大，借新还旧依然是偿债资金主要来源，客观上要求信贷及债券发行依旧保持增长。仅就地方政府债券来说，如图 16 所示，2012 年以来每年到期偿还量逐年大幅增长，各年发行量也居高不下。2021 年我国地方政府债券到期偿还量达到 2.67 万亿元（不包括城投债），创历史新高，可见政府债券融资需求依然较大，需要相应的信用政策的配合。

---

<sup>10</sup> 中央经济工作会议确定的 2021 年经济工作八项重点任务，一是强化国家战略科技力量，二是增强产业链供应链自主可控能力，三是坚持扩大内需这个战略基点，四是全面推进改革开放，五是解决好种子和耕地问题，六是强化反垄断和防止资本无序扩张，七是解决好大城市住房突出问题，八是做好碳达峰、碳中和工作。

图16. 2012年以来我国政府债券发行、到期偿还量（亿元）

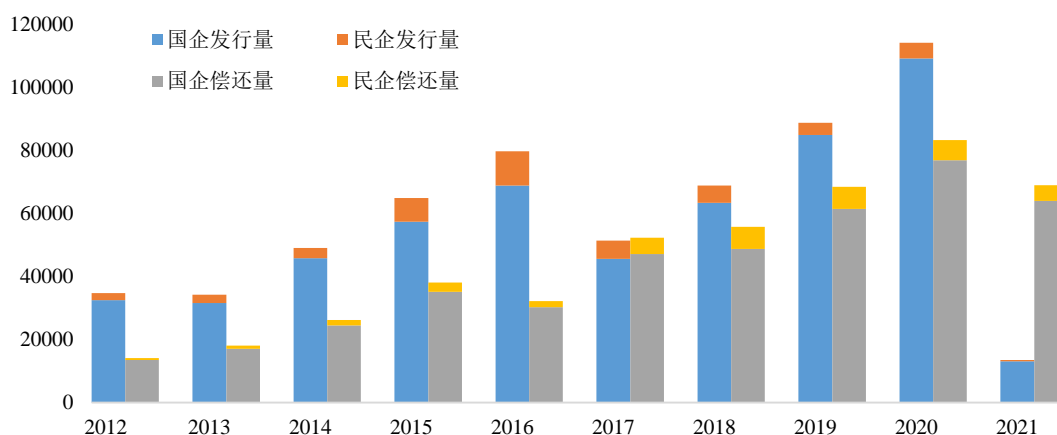


注：2021年发行量为截至1月31日数据

数据来源：Wind，联合资信整理

**地方弱国企面临较大的偿付压力。**企业部门方面，在债务驱动增长模式短期内无法改变的大背景下，借新还旧依然是大部分企业（尤其是国有企业）债务持续性的保证。2019-2021年国企和民企债券偿还量之和分别为6.84万亿元、8.33万亿元和6.90万亿元<sup>11</sup>，其中大部分为国有企业债券偿还量（2021年国有企业债券偿还量为6.40万亿元，占比92.6%），2020年国企利润总额仅为3.42万亿元，仅占当年债券偿还量的41.06%，依然需要举债融资，以新换旧。相对而言，民营企业2021年偿债量有所减少，但在民企融资环境较差的情况下，其再融资压力依然较大。

图17. 2012年以来非金融国企和民企债券发行、偿还量（亿元）



注：2021年发行量为截至1月31日数据，偿还量未包括2月4日以后的提前兑付量和回售量

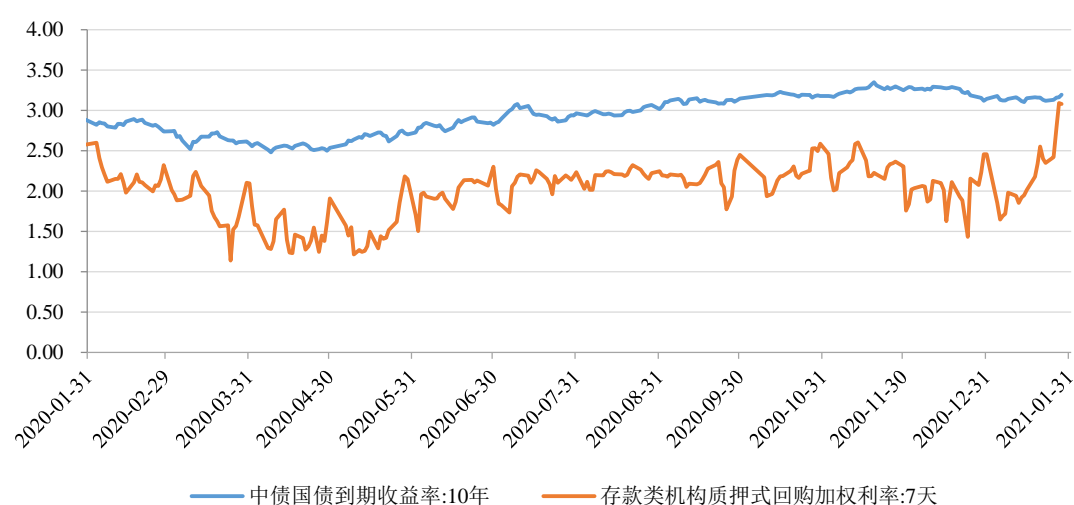
<sup>11</sup> 包括企业债、公司债（含私募债）、中期票据、短期融资券（含超短期融资券）和定向工具。



数据来源：Wind，联合资信整理

在多种因素约束下，信用扩张的速度必然放缓。2019 年以来，我国社会融资规模快速增长，宏观杠杆率有所上升，企业债务负担逐步加重，同时经济增长持续下滑，信用风险进一步上升。2020 年四季度以来，随着经济复苏，信用扩张边际收敛，市场利率总体上行。以上情况均表明经过 2020 年上半年的信用急剧扩张后，货币政策逐渐向常态化回归，信用扩张速度随之放缓。

图18. 2020 年以来主要市场利率走势（%）

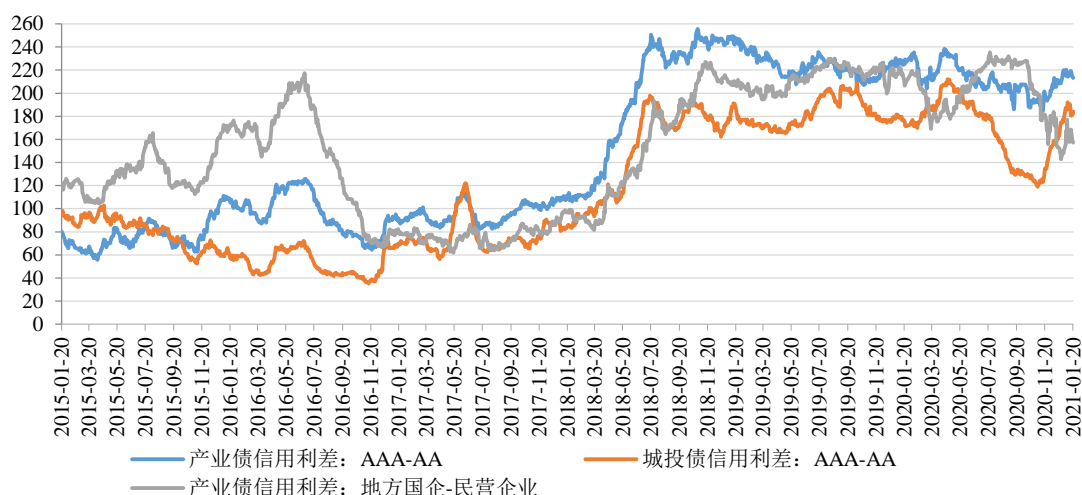


数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 信用利差有所分化，信用分层更是加大

2020 年上半年，地方国企与民营企业产业债利差快速上行，产业债、城投债的级别利差大幅下降，是该时期信用宽松的反映；2020 年 4 季度以来，受永煤违约等风险事件影响，地方国企债券利差迅速上升，民营企业与地方国企之间的利差随之大幅下行，同时随着整体信用环境收紧，产业债和城投债级别利差均显著上升，重回高位区间。结合经济增长及政策环境变化趋势分析，未来产业债和城投债级别利差仍有上行空间，国企与民企利差缩小趋势可能维持，总体上呈现违约风险重回高位的特点。

图19. 主要利差比较 (BP)



数据来源: Wind, 联合资信整理

### 3. 一旦市场流动性收紧，信用市场违约风险不可小觑

首先，信贷市场、非标市场信用风险将向债券市场传导扩散。受疫情影响，信贷市场不良率有所上升，信托等非标市场违约事件大幅增加。一般而言，高负债企业在流动性紧张的情况下，会优先保证公开发行的债券不发生违约，但在企业经营恶化，流动性枯竭的情况下，由于外部融资渠道受限，最后债券违约也在所难免。2020年信贷市场不良率有所提高，政府关于中小企业贷款延期的政策，一定程度是将企业贷款违约潮向后拖延。2021年3月底到期之后，贷款违约可能增加，对债券市场信用产生较大冲击；同样，信托等非标融资一方面受到政策限制，另一方违约事件频发，信托融资快速收缩，将成为导致债券市场违约的重要原因。

第二，高杠杆、弱资质城投公司信用风险显性化趋势加大。近年来城投融资环境有所放松，城投债净融资持续增长，但债务负担同步增加，到期偿还压力加大。2020年尽管没有发生城投债实质性违约，但风险事件时有发生，反映出城投自身的盈利能力不足及地方政府支持力度的下降。财政部门2021年将抓实隐性债务化解，坚决遏制隐性债务增量，化解存量隐性债务，在此背景下，部分尾部城投公司发生债务违约的概率将有所增加。区域上看，财力较弱、债务负担较重的东北、西北、西南区域需要重点关注。

第三，产能过剩行业尤其是僵尸国企的大面积出清是大概率事件，综合、房地产、公用事业、交通运输行业信用债到期规模较大，偿债压力较大。永煤、华

晨等违约事件发生后，地方国企债券发行大面积取消或延迟发行，类似债券二级市场亦出现大幅折价，严重冲击了地区的融资环境，企业债务融资难度进一步加大。随着经济企稳复苏和宽松政策的陆续退出，多数企业已不像 2020 年一样可以轻易获取大量低价的信贷资源，发债成本有所回升之余，弱资质公司还要承受资金紧缩和还款压力升高的双重重压。与此同时，市场担忧一度被新冠疫情耽误的国企去杠杆进程似也重新开始推进。这种情况下，资金自我平衡能力弱、过度依赖外部融资的高杠杆、弱资质国企的信用风险进一步上升。行业上看，债务负担较重、经营业绩较差的产能过剩行业信用风险更为集中，同时到期规模较大的综合、房地产、公用事业、交通运输行业企业信用风险也值得关注。

第四，**房地产开发企业信用风险或将进一步释放**。“三道红线”政策使房企有息负债将受到严格管控，杠杆将面临有效管制。而近期发布的房地产贷款集中度管理制度及随着房市升温而采取的限购限贷等调控措施，将从需求端对房企资金回笼造成限制。由此可见，2021 年房地产企业的信用环境将进一步收紧，部分债务负担重、经营能力弱的尾部房企的信用风险将进一步释放。