



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

后疫情时期宏观经济对行业信用风险的 传导路径及影响分析

2021.7



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话：010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

后疫情时期宏观经济对行业信用风险的 传导路径及影响分析

联合资信宏观研究部

摘要

- 宏观经济风险向中观及微观传导具体通过经济增长、杠杆债务、通胀水平、宏观调控和外部因素等方面影响到行业的收入水平和融资环境，进而影响行业的流动性，最终影响到行业的信用状况。当然，我们不能孤立地看上述传导路径，因为实际上这些路径之间存在着广泛紧密的相互关联和相互影响。
- 后疫情时期我国宏观经济将逐步向疫情之前的趋势恢复，同时面临疫情造成的压力及风险。一是经济以稳定恢复为主线，并逐步向疫情前的下行趋势回归；二是价格水平分化局面或将趋于缓解，但下游行业仍然存在一定经营压力；三是杠杆率维持高位，防风险压力较大；四是人民币升值趋于缓和，国际产业链、供应链受阻受限风险或将持续存在；五是宏观政策趋于正常化，更加重视风险防控；六是碳减排政策更趋严厉，相关行业面临低碳转型压力及搁浅资产风险。
- 宏观压力及风险将对行业信用风险会产生广泛而深刻的影响。一是消费品生产经营相关行业、固定资产投资相关行业信用质量改善或仍缓慢，外贸出口生产经营行业信用状况或渐趋弱化；二是受 PPI 维持高位影响，中下游企业或将面临一定的生产经营压力，对其信用风险产生一定负面影响；三是弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能，引发一定的连锁反应；四是经营现金流较差、主要依借新还旧滚动融资的民营企业信用风险仍然较大，尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业，其信用风险释放或将加速；五是低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部企业将面临严重的持续经营及债务违约风险；六是关键元器件、零部件进口受限受阻，对我国高端制造行业造成持续经营压力。

新冠肺炎疫情对包括我国在内的全球经济产生了巨大冲击。我国大规模疫情已经于 2020 年上半年得到有效控制,但至今局部地区零星疫情仍时有发生,海外许多国家疫情仍比较严重,对我国的输入病例不断发生。各界普遍认为,今后 2-3 年内,世界各国都将持续受到新冠疫情的影响,全球进入后疫情时期 (Post-Pandemic Period)¹。后疫情时期,我国宏观经济运行在原有趋势下,即经济增速持续下行、债务杠杆高企、环境约束加强等压力和风险仍然较大。本文首先讨论宏观经济风险向行业信用风险传导的一般路径,然后分析后疫情时期我国宏观经济可能面临的压力和风险,最后提出宏观经济风险对行业信用风险的影响,以期从宏观维度对后疫情时期我国行业信用风险的来源和特征有一个总体把握。

一、宏观经济风险对行业信用风险的传导路径

宏观经济风险对行业信用风险的传导存在众多的路径和复杂的机理,理论界对此进行了广泛深入的研究,提出了一些分析模型²。本文以对行业流动性的影响为线索,来探寻宏观层面经济风险向行业层面传导的路径。总结分析相关传导路径,有助于我们把握宏观风险的类型,行业信用风险的宏观来源及其影响过程和程度等³,对行业信用风险评价和管理具有重要的现实意义。

我们以对行业流动性的影响为主线,梳理出经济增长、债务水平(宏观杠杆率)、价格水平(通胀)、外部影响(汇率、对外贸易等)、政策环境等五条大的传导路径。概括起来,各大路径风险传导的性质和机理如下:

第一,经济增长方面,主要风险来自经济增长放缓,下行压力增大,引起经济中总需求率先收缩,导致行业总产出下降,收入减少,经营现金流趋于紧张,增加企业及行业的流动性压力。

第二,债务水平方面,主要体现在行业的债务水平,过高的杠杆率导致过高的债务负担和债务风险,同时高杠杆率一般与经济过热相联系。在杠杆率过高的情况下,企业偿债压力增大,同时政府因担心经济过热而收紧融资环境,导致企业融资困难,流动性趋于紧张,信用风险上升。

第三,价格水平方面,主要通过价格途径传导。通胀水平过高是经济过热的表现,迫使政府提高融资条件,导致企业融资困难。同时高价给企业经营产生压力,利润空间缩小,经营活

¹对“后疫情时期”,当前尚未有统一定义。本文将其定义为疫情的后期,而不是疫情过后的时期。

² 比如欧文·费雪 (Irving Fisher) 的债务-通缩模型和海曼·明斯基 (Hyman P. Minsky) 的经济金融周期理论,对宏观经济因素及其周期性波动对行业信用风险的传导及影响机制具有一定的解释力。

³在宏观风险向中微观传导的同时,中微观风险也会向宏观传导,本文主要对于前者进行研究。

动现金流入减少。总之通胀高企削弱了企业的流动性。相反方面，通货紧缩则导致企业销售受阻，库存增加，也导致企业流动性下降，信用风险上升。

第四，汇率波动和贸易冲突，从影响外需方面影响行业信用状况。汇率波动对进出口及相关行业的影响是显而易见的，尤其引起的国际热钱的流动对金融市场和融资环境的扰动，会对行业发展产生负面影响。而国际贸易冲突引发贸易壁垒及逆全球化暗流，不仅对进出口形成阻力，还对国内的产业链供应链构成威胁，影响持续性生产经营，其中尤以“卡脖子”的关键原材料、元器件及相关技术为最。

第五，宏观政策环境变化。财政政策、货币政策及金融宏观审慎框架（MAP）等金融监管政策，利用期逆周期调节工具直接影响行业的经营环境和融资环境，对行业信用状况产生直接影响。同时政府通过产业政策、环保政策等政策工具，影响行业的进入壁垒、经营和市场环境、竞争格局和投融资环境等，影响相关行业经营业绩和融资环境，会在一定程度上增加其流动性压力。

综上，宏观经济风险向中观及微观传导具体通过经济增长、杠杆债务、通胀水平、宏观调控和外部因素等方面影响到行业的收入水平和融资环境，进而影响行业的流动性，最终影响到行业的信用状况。当然，我们不能孤立的看上述传导路径，因为实际上这些路径之间存在着广泛紧密的相互关联和相互影响。考虑到构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”已经成为我国长期发展战略，我们可将上述路径中的经济增长、债务负担（杠杆率）、价格（通胀）水平和政策环境归为内循环路径，将外部因素视为外循环路径。显然，内外循环路径之间是相互关联相互促进的，而且以内循环路径为主体。当然宏观风险传导到行业企业层面后，行业之间会通过产业链、供应链等路径扩散传导，从而引起更大范围产业的信用风险变化。

二、后疫情时期我国宏观经济面临的压力及风险

后疫情时期我国宏观经济以稳步恢复为主线，一方面遵循其内在的运行逻辑，同时也受到依然存在的疫情的影响。基于此，我们认为后疫情时期我国宏观经济将逐步向疫情之前的趋势恢复，同时面临疫情造成的压力及风险。

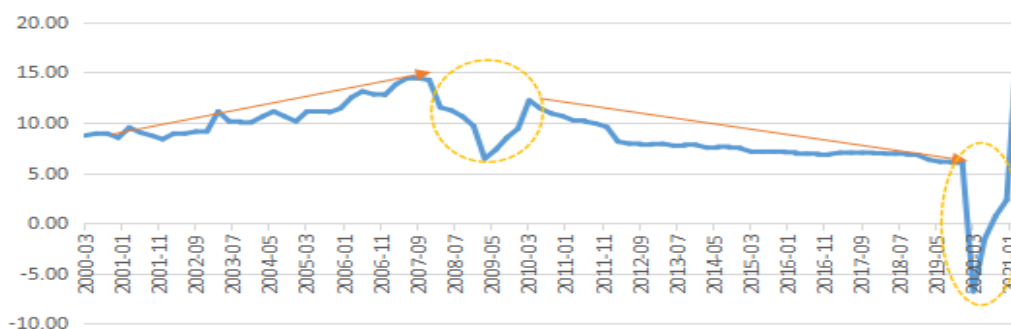
1. 后疫情时期，我国经济以稳定恢复为主线，并逐步向疫情前的下行趋势回归

国际金融危机后，我国经济增速在“四万亿”计划的强刺激下迅速回升，于 2010 年一季度 GDP 增速恢复至 12.2% 的峰值以后，开启了长期持续的下行趋势，2019 末下行至 6%，下滑了 6.2 个百分点。2020 年一季度，我国受新冠疫情冲击，经济活动急剧收缩，GDP 同比下

降 6.8%，创上世纪 70 年改革开放以来新低。随后国内疫情迅速得到控制，经济逐渐稳步复苏，2020 年全年 GDP 增速为 2.3%，成为全球唯一正增长的主要经济体，但仍处于较低增长水平。

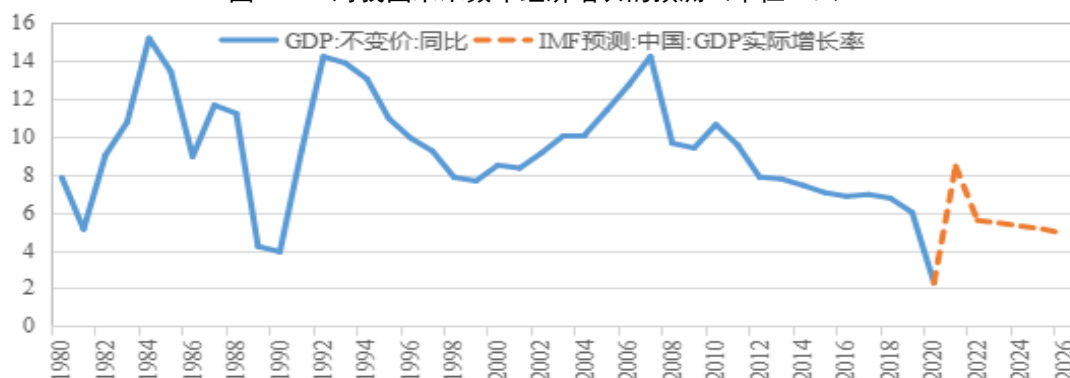
后疫情时期，我国经济以稳定恢复为主线，并逐步向疫情前的下行趋势回归。2021 年在上年受到疫情严重冲击、基数较低的基础上取得较高的增长（联合资信预计全年同比增长 8.5% 左右）。但此后基数效应消失，疫情影响持续，我国投资、消费和净出口增长将回归潜在增长，步入 2010 年以来的下行通道，达到 5%~6% 的水平，与央行 2021 年第一号工作论文测算的“十四五”期间我国潜在产出增速基本一致（5.0%~5.7%），总体继续保持中高速增长。IMF 预测，2021 年中国 GDP 在低基数效应下可能达到 8.4%，但在基数效应消失后的 2022 年，增速即将大幅回落至 5.57%，此后持续下行，到 2026 年下行至 5% 以下。世界银行和经合组织的对我国 2021 年（8.5%⁴和 8.04%）、2022 年经济增长（5.2%和 4.95%）的预测均低于 IMF 预测。尽管国际机构对我国未来经济增长速度的预测偏于悲观，但其反映的总体趋势具有一定的参考性。经济增速下行趋势中，强顺周期行业企业的信用质量可能会有所下降。

图1. 2000 年以来我国经济增长走势（%）



数据来源：国家统计局

图2. IMF 对我国未来数年经济增长的预测（单位：%）



注：虚线为预测数据

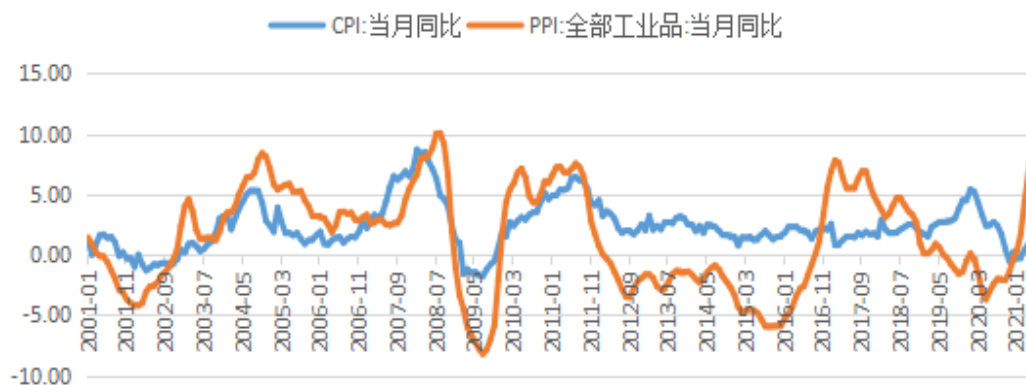
数据来源：国家统计局，IMF

⁴ 为 2021 年 6 月 8 日修正值，此前预测值为 7.9%。

2. 价格水平分化局面或将趋于缓解，但下游行业仍然存在一定经营压力

疫情之前我国价格水平表现为 CPI 上升、PPI 回落的态势，CPI 主要受食品价格涨幅较大的影响，核心 CPI 总体保持稳定。后疫情时期，CPI 同比高位回落，PPI 快速上涨，国际市场大宗商品价格持续上涨是主要驱动因素。从国内经济运行方面看，工业生产恢复加快，而消费增长缓慢，总供给与总需求之间缺口有所扩大。疫情以来我国政府注重稳企保岗，加大了对企业的救助和支持，企业生产较快恢复。相对而言居民部门没有实施有力度的增收等政策（消费券只有个别城市发放，规模小，使用方面限制多，基本没有什么效果）。未来随着猪肉价格触底回升以及 7 月 15 日全面降准的落地，CPI 也将回升，同时 PPI 随大宗商品价格回落而下降，价格水平分化局面或将趋于缓和。但由于疫情影响，PPI 回落及终端需求恢复均比较缓慢，所以中下游行业仍将面临一定的经营压力。

图3. CPI 与 PPI 走势分化趋于扩大（单位：%）

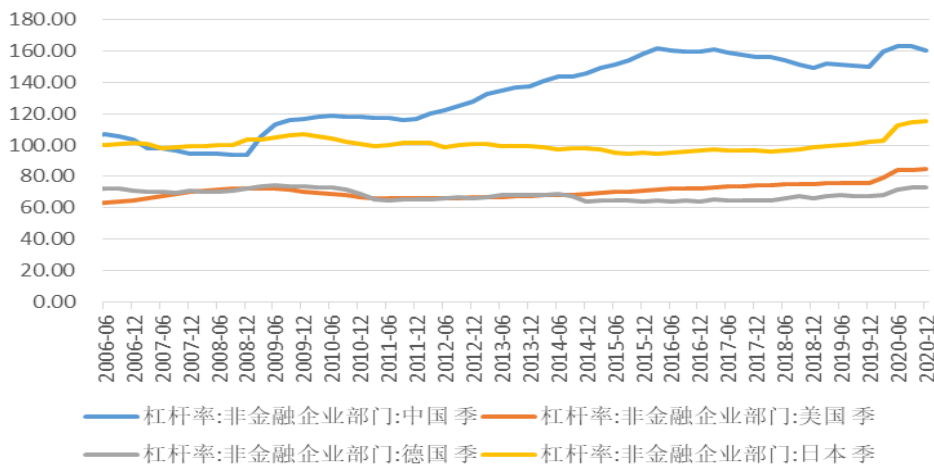


数据来源：国家统计局

3. 杠杆率维持高位，防风险压力较大

我国企业部门杠杆率一直处于较高水平，疫情发生后监管层为了稳企保岗，支持企业渡过难关，迅速注入流动性，放松信用条件，企业部门宏观杠杆率迅速攀升，2020 年 6 月末达到 165.2% 的历史最高值。此后，杠杆率虽然有所下降，但仍然维持在历史较高水平（2021 年一季度末为 161.40%）。BIS 数据显示，2020 年末我国非金融企业部门宏观杠杆率为 160.70%，同期美国、日本、德国非金融企业部门的宏观杠杆率分别为 84.60%、115.6% 和 73.2%，均远低于我国。后疫情时期，我国经济恢复对债务驱动的依赖依然较强，经济增长的基础不够牢固，因而具有一定的脆弱性，易受国内国际风险事件的冲击，或将持续面临防范化解风险的较大压力。

图4. 我国与发达经济体企业部门宏观杠杆率比较（单位：%）



数据来源：BIS

4. 人民币升值趋于缓和，国际产业链供应链受阻受限风险或将持续存在

首先是汇率情况。2020 年下半年以来，人民币汇率步入升值通道。美元贬值是人民币升值的主要推动力，同时我国强劲的外贸、稳健的货币政策和相对高位中美利差及外资流入也是重要原因。近期，央行及时调整外汇准备金率，给市场及时降温并给予合理有效引导，人民币升值势头得到遏制，美元对人民币汇率有所回升。未来随着美国经济的复苏，美联储缩表甚至加息，美元将逐步走强；我国则在经济下行压力下，货币政策大概率趋于宽松，中美利差有所收窄且态势或将延续，从而弱化人民币升值动力，对我国外贸出口具有一定作用。同时需要看到，人民币汇率的变化，受到美欧经济复苏及货币政策节奏的影响，在疫情尚未完全消除的后疫情时期，不确定性仍然较大。

除了汇率风险，还有国际贸易风险。国际贸易风险体现在两个方面。一是逆全球化和贸易保护主义引发的贸易壁垒和高关税等贸易增长抑制。2018 年以来中美贸易冲突，对我国的进出口贸易均产生了抑制作用。二是国际产业链供应链的中断，对我国相关产业的正常运营产生的抑制作用。这里既有疫情的原因，也有个别国家实施技术封锁等方面的原因。比如由于美国的限制和制裁，导致我国高端芯片短缺，对高端电子产品及汽车尤其是新能源车等产业造成了元器件等短缺、成本高涨等影响，对相关企业的信用状况构成压力。

图5. 人民币汇率走势



数据来源：中国人民银行

5. 宏观政策趋于正常化，更加重视风险防控

2021 年以来，宏观政策瞄准经济稳步恢复和风险防范化解两个目标，维持延续性、稳定性、持续性，强调不急转弯。后疫情时期，超常规刺激政策将逐步退出，宏观调控政策更加重视风险防控。财政政策方面，积极的财政政策转向提质增效，不再进行大规模的支出和减税，政府债券发行节奏放缓。货币金融政策方面，强化“双支柱”调控，社融规模和货币供应量增长放缓；同时加强宏观审慎监管，限制房地产融资、严控城投公司举借新债、压降信托贷款、规范资管，限制结构性存款和同业存单等，稳定宏观杠杆率，将防范化解风险作为重心贯穿“双支柱”调控全过程。

6. 碳减排政策更趋严厉，相关行业面临低碳转型压力及搁浅资产风险

碳达峰、碳中和“30 60”目标计划的实施，涉及到我国能源结构调整和能源利用效率的提升、产业结构的转型升级、低碳技术的研发推广和低碳发展机制的设立等方面，将深刻长远地重塑我国的经济结构和增长方式。为了按期甚至提前实现“30 60”目标⁵，我国与低碳减排相关的环保、产业政策法规将更完善周密，执行的力度也更趋严厉，相关行业将承受较大的低碳转型压力，产生大量的搁浅资产（Stranded Assets）⁶。首先，作为碳排放大户的能源生产行

⁵ 截止目前已有上海、浙江等省市宣布计划提前实现“30-60”目标，也有电力、钢铁等行业组织发布了提前实现该目标的计划。

⁶ 剑桥可持续发展领导力研究所将其定义为受向下估值影响的资产，或因低碳转型而转换为负债的资产。搁浅的资产可能给经济带来系统性风险。参见 KAPSARC：Transition Risk，Creative Destruction, and Stranded Assets。

业中，高排放的燃煤发电受到限制乃至淘汰，而清洁能源尤其是可再生能源的发展得到政策鼓励和支持；其次，作为能源消耗大户的钢铁、石化、化工等行业面临淘汰落后产能、扩大升级先进产能的转型升级压力和挑战。此外，制造业、建筑业、交通运输等传统行业也是高碳排放行业，也面临低碳转型的压力。最后值得关注的是，一系列抑制高排放、鼓励低排放零排放的财政金融等政策陆续出台，金融方面如绿色贷款、绿色债券等安排，财政方面的碳税、清洁能源补贴等政策，将很大程度上决定行业的投融资环境和税收环境。

三、后疫情时期宏观压力及风险对行业信用风险的影响

宏观压力及风险将对行业信用风险会产生广泛而深刻的影响。这些影响通过各传导路径，最终都会体现在对行业（企业）流动性的影响上。下文在第一部分的传导路径划分的基础上，通过对行业流动性变化的简要分析，来反映宏观风险对行业信用风险的影响。需要注意的是，正像风险传导路径之间存在相互关联、相互影响一样，影响行业信用风险的因素也是关联交错的，所以实践中需要更全面综合的研究。

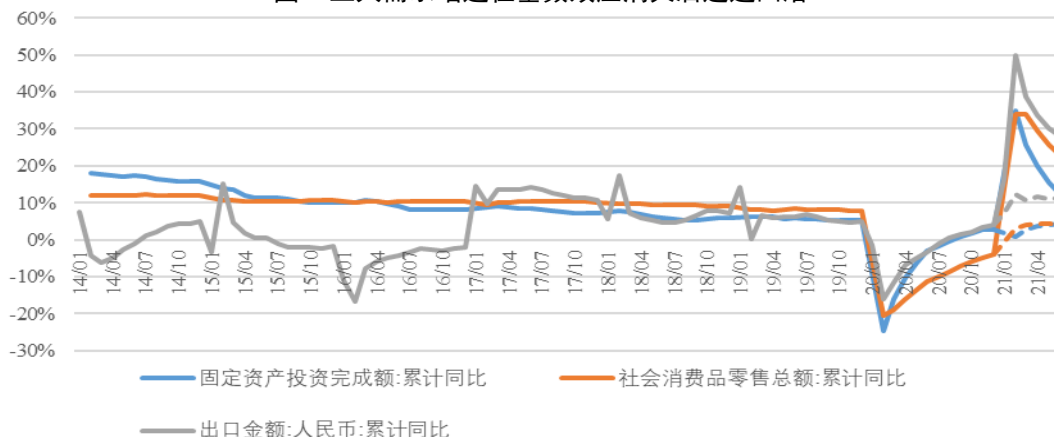
1. 消费品生产经营相关行业、固定资产投资相关行业信用质量改善或仍缓慢，外贸出口生产经营行业信用状况或渐趋弱化

首先消费受疫情影响较大，而且短期内难以恢复并进入常态。2021年1-5月，社会消费品零售总额累计同比增长25.7%，两年平均增长4.5%，远未回复到疫情之前8%的水平。初步估计，后疫情时期我国消费品生产经营相关行业受到原材料及关键零部件涨价和消费需求恢复缓慢的影响，经营活动现金流净流入面临压力，信用质量改善或将缓慢。

固定资产投资增长情况在后疫情时期与消费增长态势基本一致，也将维持缓慢增长，主要由于房地产及基建投资受政策约束而继续下行，制造业投资增长仍然处于较低水平。2021年1-5月，固定资产投资增速回落至15.4%，两年平均增长4.2%，仍然维持较低增速。相应的受投资需求拉动的行业如建筑、建材、工程机械、装备制造等行业的信用质量改善同样会比较缓慢。

疫情以来货物出口增长远超预期，成为拉动我国经济增长的主要动力。后疫情时期，外需增长将随着各国疫情的逐渐平复而趋缓。2021年3月开始，我国出口增速转为下行，主要由于欧美疫情好转导致工业生产逐步恢复。在此趋势下，未来出口行业的信用状况或渐趋弱化。

图6. 三大需求增速在基数效应消失后迅速回落



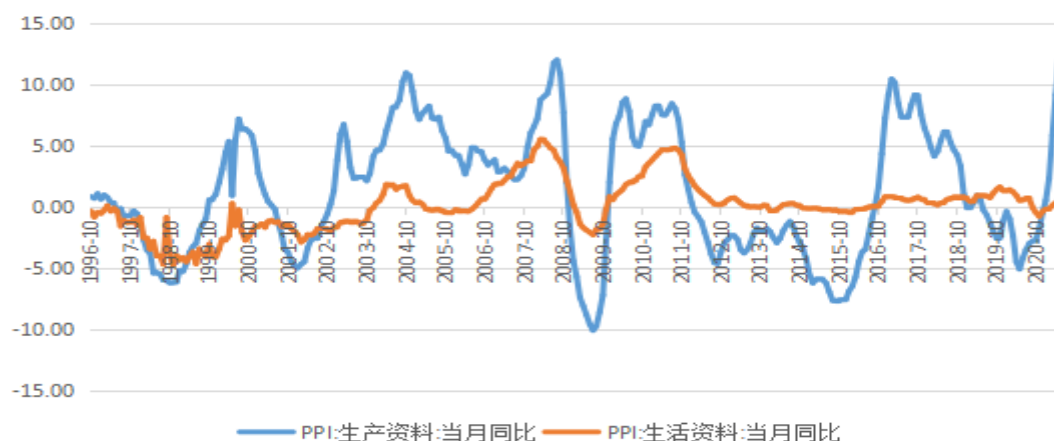
注：虚线为两年平均增速

数据来源：国家统计局

2. 受 PPI 维持高位影响，中下游行业利润或将持续受到挤压，对其信用水平产生一定负面影响

后疫情时期在 PPI 维持高位的情况下，由于下游终端消费竞争较为充分，居民消费收入、支出均尚难恢复至疫情前水平的背景下，上游涨价难以向下游传导，形成了生产资料 PPI 与生活资料 PPI 显著背离，这就更进一步压缩了中下游行业盈利空间，也加大行业内企业间的分化。如果这种分化长期存在，则中下游企业利润或将持续受到挤压，对其信用风险产生一定负面影响。

图7. 上游商品价格上涨对下游企业利润造成挤压



数据来源：国家统计局

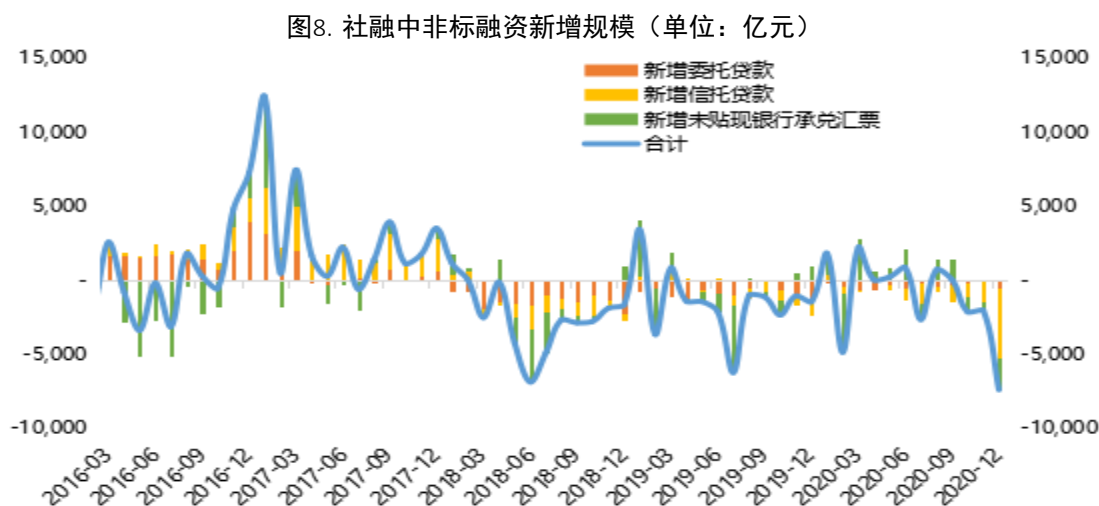
3. 弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能，并引发一定的连锁反应

高杠杆高负债企业在高财务负担下必然具有财务脆弱性，抗经济、金融波动冲击的能力较低，

受货币金融政策回归常态化的影响大，利息负担大量侵蚀企业利润，较易出现企业流动性紧张，信用风险同步上升。同时还应看到，随着未来大量债务集中到期，而融资环境随经济恢复趋于收紧、国企刚兑逐步被打破的情况下，弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能，并引发一定的连锁反应。

4. 经营现金流较差、主要依靠借新还旧滚动融资的民营企业信用风险仍然较大，尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业，其信用风险释放或将加速

尽管面临突如其来的疫情，各国不断采取财政和货币措施进行逆周期调节，但这些措施或只能暂时缓解企业的再融资压力，而对于防止信用质量下降收效甚微。我国货币和金融监管政策已经于 2020 年下半年趋于收敛，社融增速开始下行。虽然近期出现宽松迹象，但经营现金流较差、主要依借新还旧滚动融资的民营企业信用状况仍然面临较大融资难度，尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业，其信用风险释放或将加速。



另外，需关注 2021 年非标融资缩量对企业流动性的压力。2018 年以来新增非标融资出现了负增长的趋势，企业的融资渠道逐步缩窄。自 2020 年四季度以来，非标融资缩量程度再次加深，资管新规过渡期延长至 2021 年底，2021 年也将大概率延续缩量趋势，将对信用债的偿付能力产生负面影响，尤其是通过非标融资较多的城投和房地产企业。

5. 低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部企业将面临严重的持续经营及债务违约风险

我国已正式宣布碳达峰碳中和的“30·60”目标。中国目前仍然是全球最大的碳排放国，排

放的总量占到了全球的三分之一，要实现这个“30·60目标”，减排任务相当艰巨。为此环保监管持续加强在所必然，各地方和行业将陆续出台具体的行动方案，也强化了对相关行业的发展的限制约束作用。这种约束表现在能源结构调整、压降高耗能高排放行业产能、大规模的节能减排技术改造（增加企业成本费用）等方面，从产能和成本两个方面对相关行业的发展构成强约束。此外，政府还通过项目审批、土地使用及绿色金融和财税等政策工具，支持绿色低碳行业企业发展，收紧原材料化工等高耗能行业的融资环境，将直接影响到此类企业债务的可持续性，引发现金流紧张和债务违约问题。总体上看，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部强企业将面临严重的持续经营及债务违约风险。

6. 关键元器件、零部件进口受限受阻，对我国高端制造行业造成持续经营压力和一定信用风险

后疫情时期，我国企业进口关键元器件、零部件受限受阻甚至中断的可能性依然存在，不仅对我国的产业链和供应链安全构成压力，也会导致企业正常生产经营活动受阻。这些风险一方面来源于国外疫情恶化对其生产经营的影响，另一方面则来自于发达国家对我国的出口管制等非贸易因素。主要表现在疫情影响下其产量下降，价格飙升，我国企业利润空间被大幅压缩。而关键装备、关键元器件及零部件对我国及相关国家和地区的限制，致使我国有关行业尤其是高端制造业产能受限甚至停产，如近期以来高端芯片短缺，对我国汽车、高端电子产品生产企业已经产生了较大负面影响，造成了持续经营压力和一定的信用风险。

四、总结及讨论

本文聚焦于后疫情时期宏观经济风险向行业信用风险的传导路径和影响这个重大问题。我们首先以对行业（企业）流动性的影响为主线，梳理出经济增长、债务水平（宏观杠杆率）、价格水平（通胀）、外部影响（汇率、对外贸易等）、政策环境等五条大的传导路径，从而构建了一个研究宏观经济风险向行业信用风险传导的一个简要的一般性分析框架。实际上，宏观风险向行业信用风险传导的路径之间是相互关联相互影响的，不可能独立存在，各路径之间相互关联和影响的机理和效果，也是较为复杂的，这需要本文分析框架的进一步完善。同样，宏观风险对行业信用风险的影响，也是相互关联相互影响的，值得做一进步的研究。

后疫情时期，我国宏观经济以稳步恢复为主线，同时仍面临来自各方面的压力和风险，其中主要是经济增速下行风险、债务风险、通胀风险、外部输入风险及政策风险。通过各传导路

径，宏观风险将对行业信用风险产生广泛而深刻的影响，主要集中在以下几个方面：一是消费品生产经营相关行业、固定资产投资相关行业信用质量改善或仍缓慢，外贸出口生产经营行业信用状况或渐趋弱化；二是受 PPI 维持高位影响，中下游企业或将面临一定的生产经营压力，对其信用风险产生一定负面影响；三是弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能，引发一定的连锁反应；四是经营现金流较差、主要依借新还旧滚动融资的民营企业信用风险仍然较大，尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业，其信用风险释放或将加速；五是低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部企业将面临严重的持续经营及债务违约风险；六是关键元器件、零部件进口受限受阻，对我国高端制造行业造成持续经营压力。