

信用环境有望优化，结构性紧缩持续存在

——联合 2021 年下半年宏观信用风险展望

联合资信宏观研究部

摘要：

- 2021 年上半年，货币政策基本回归常态，在信用扩张放缓和名义 GDP 增长提速的共同作用下，我国实体经济部门杠杆率逐季下降，非金融企业部门降杠杆贡献最大。信用结构方面，企业部门与政府部门信用扩张均有所放缓，信用总量占比同步降低；而居民部门信用扩张有所加快，占比小幅提高。
- 上半年企业部门信用风险总体稳定。银行贷款不良率小幅回落，信贷质量保持基本稳定。债券市场信用风险继续释放，一季度地方国企信用利差维持高位，高杠杆、弱资质国企信用风险加速暴露；二季度国、民企信用利差出现分化，民企违约数量有所增加。非标违约风险上行，房企非标违约增多。
- 未来我国经济增长面临下行压力以及结构性问题，仍然需要适度的信用扩张政策支持。下半年随着全面降准、对中小微和制造业企业的政策支持效果进一步显现，实体企业的信用环境有望优化，宏观杠杆率总体保持稳定。
- 下半年部分领域的结构性信用紧缩或将持续，主要体现在从融资端和需求端共同限制房地产资金来源、加强地方国有企业债务风险管理和进一步规范城投融资等方面，房企、城投、地方国企融资环境受到一定限制。此外，还需关注不良率升高、非标融资持续压降对债券市场产生的负面影响。在低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的煤炭、冶金、化工等行业的尾部企业将面临持续经营及债务违约风险。

一、2021 年上半年宏观经济运行概况

2021 年上半年，我国经济稳定修复，结构有所改善但仍未实现根本性的好转，消费拉动弱于疫情前水平是 GDP 增速的主要制约。上半年工业生产较快增长，由于碳达峰工作的推进以及环保限产措施的实施，钢铁、有色和水泥等部分行业产能扩张空间有限。服务业与疫情前水平仍有一定差距，主要受局部性疫情影响，住宿和餐饮、租赁和商务服务业拖累明显。

需求方面，上半年固定资产投资持续修复，其中房地产投资是固定资产投资的主要支撑、但出现边际减弱的趋势，基建低位运行，制造业投资加速修复；消费市场温和复苏，与疫情前水平仍有一定差距，餐饮等接触型消费受疫情反复影响仍处于收缩区间，受缺芯等影响二季度以来汽车产销增速有所放缓，尤其是 6 月增速回落显著，消费市场复苏基础仍有待加强；上半年进出口规模创历史同期最高水平，海外产需缺口支撑出口增长，国际大宗商品涨价、人民币升值等多重因素使得进口金额快速增长。

表1. 2018-2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度	2021 年上半年
GDP	91.93	98.65	101.60	24.93	53.22
GDP 增速	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)	15.90 (6.95)
固定资产投资增速	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)	23.00 (4.39)
出口增速	9.87	0.51	3.63	48.90	38.60
进口增速	15.83	-2.68	-0.64	28.70	36.00
CPI 增速	2.10	2.90	2.50	0.00	0.50
PPI 增速	3.50	-0.30	-1.80	2.10	5.10
城镇失业率	4.90	5.20	5.20	5.30	5.00
全国居民人均可支配收入增速	5.60	5.80	2.10	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)

注：1. GDP 总额按现价计算，单位为万亿元；2. 出口增速、进口增速均以美元计价；3. 增速均为累计同比增长，GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，指标值为期末数。5. 2021 年数据中括号内为两年平均增速。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

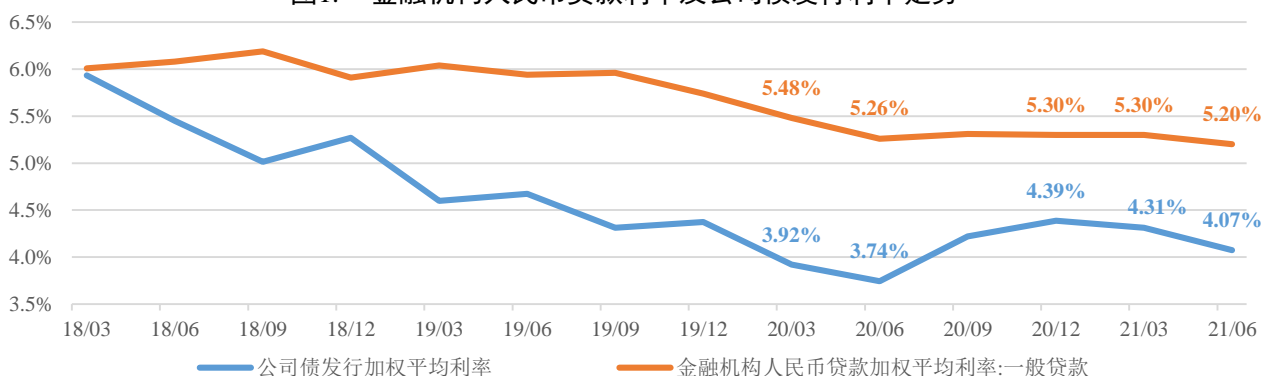
二、2021 年上半年宏观信用状况分析

（一）宏观信用总量扩张及其结构状况¹

1. 融资成本稳中有降，高于上年同期水平

2021 年上半年，货币政策基本回归常态，信贷力度总体稳固，贷款利率稳中有降，公司债发行利率呈下行趋势，但仍明显高于上年同期。二季度公司债发行加权平均利率明显下降，可能是由于一季度信用风险事件增多，导致市场风险偏好降低，高级别发行人占比提高，从而拉低了平均利率。

图1. 金融机构人民币贷款利率及公司债发行利率走势

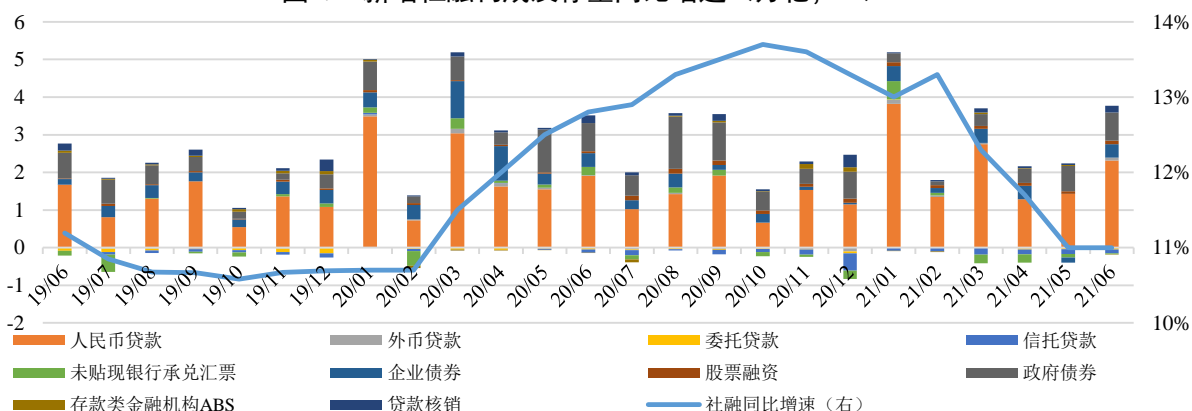


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 宏观信用扩张放缓，居民部门信用扩张加速

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势。截至 6 月末，社会融资规模存量达到 301.56 万亿元，同比增速较上年末下降 2.30 个百分点至 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但却是仅次于上年的历史同期较高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。

图2. 新增社融构成及存量同比增速（万亿，%）

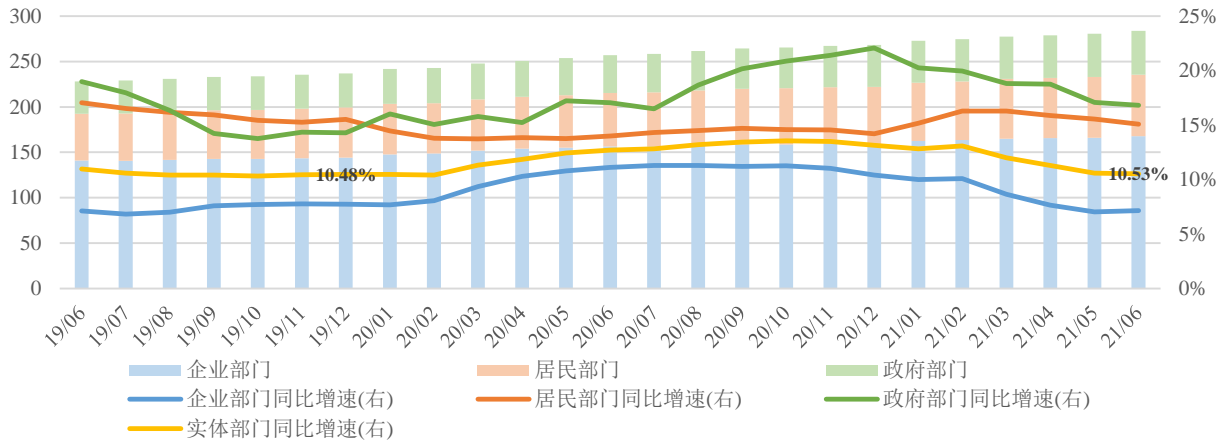


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

¹ 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。

2021 年上半年我国实体经济部门信用扩张整体呈现放缓的趋势。截至 2021 年 6 月末，我国实体经济部门信用总量达到 284.03 万亿元²，较上年末净增 15.72 万亿元；同比增长 10.53%，增幅较上年末回落 2.63 个百分点，基本下降至疫情前的水平。

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

上半年企业部门与政府部门信用扩张均有所放缓，信用总量占比同步降低；而居民部门信用扩张有所加快，占比小幅提高。截至 2021 年 6 月末，我国企业部门信用量占比（59.07%）仍然最大，较上年末下降 0.22 个百分点；同比增长 7.15%，较上年末下降 3.27 个百分点，主要是上年同期为对冲疫情流动性宽松的背景下，企业大幅增加的短期债务在今年上半年集中到期，叠加非标融资持续压降以及对房地产、城投相关行业融资监管力度加强，企业部门信用扩张受限。居民部门是上半年唯一信用扩张加快的部门，信用量占比（23.68%）较上年末上升 0.33 个百分点，主要是一季度楼市火热、居民中长期贷款大幅增加带动，二季度以来由于对消费贷以及房贷的监管加强信用扩张有所放缓。政府部门信用量占比（17.22%）小幅下降 0.09 个百分点，信用扩张有所放缓，主要是上年高基数和今年专项债推迟发行所致。

3. 实体经济部门杠杆率有所下降，主要受非金融企业部门杠杆率下降拉动

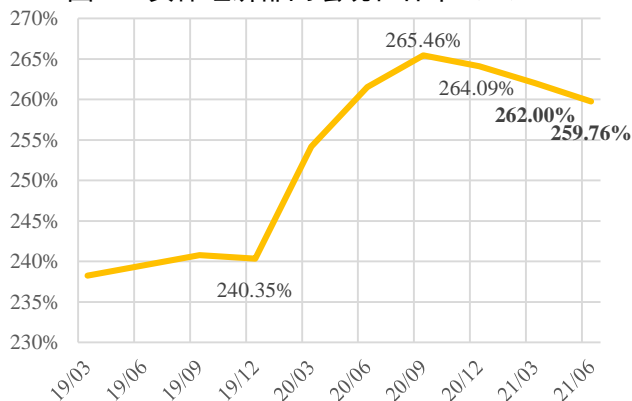
2021 年上半年，在信用增速回归常态和名义 GDP 增长提速的共同影响下，我国实体经济部门杠杆率呈逐季下降的趋势。截至上半年末，实体经济部门宏观杠杆率为 259.76%，较上年末下降 4.33 个百分点³。

² 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、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。

³ 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。

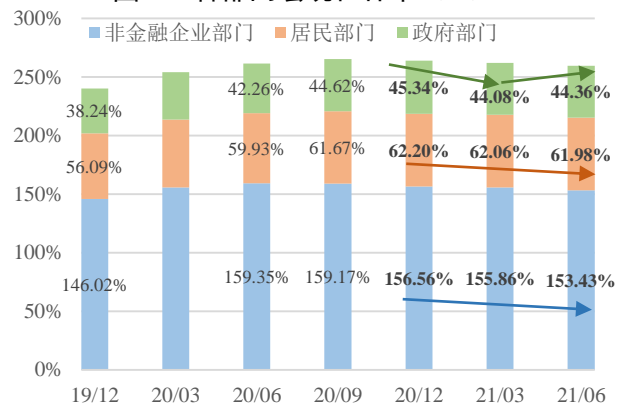
三部门杠杆率均有所下降。非金融企业部门杠杆率（153.43%）依旧最高，连续四个季度下行，较上年末下降 3.13 个百分点，主要受企业债券融资扩张放缓以及非标融资持续压缩影响，对实体经济部门杠杆率的下降拉动最大；居民部门和政府部门杠杆率分别下降了 0.22 和 0.98 个百分点，二季度政府部门杠杆率小幅回升，与专项债发行加速有关。

图4. 实体经济部门宏观杠杆率（%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

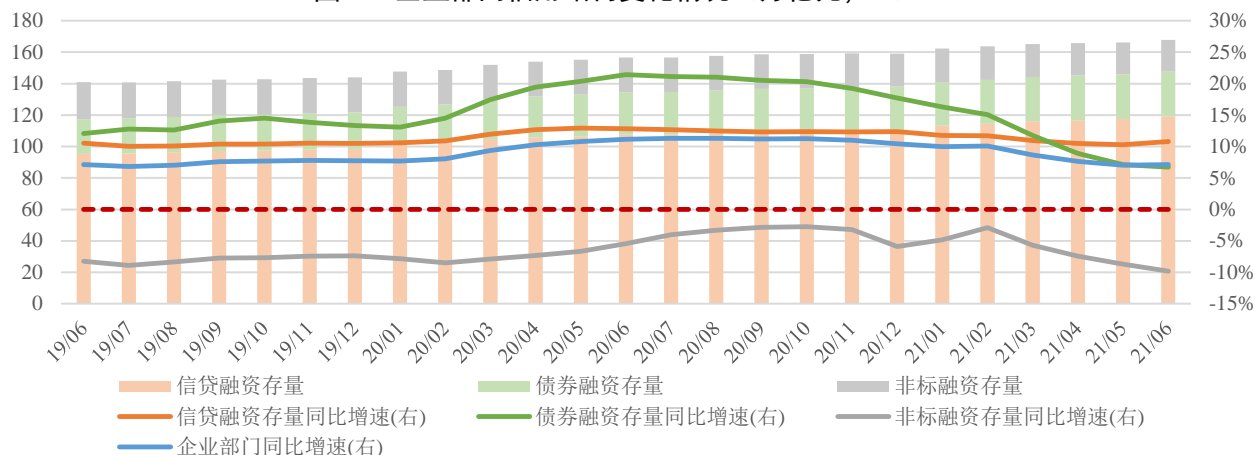
图5. 各部门宏观杠杆率（%）



4. 企业部门中长期信贷增长较快，非标融资持续压缩

企业部门信用结构进一步分化。在上年同期高基数影响下，截至 2021 年 6 月末，企业部门信贷融资、债券融资以及非标融资存量同比增速均有所下降。信贷融资基本保持平稳增长，同比增速小幅下降 1.58 个百分点至 10.78%。2021 年上半年非金融企业部门新增人民币贷款 8.37 万亿元，为仅次于上年同期的历史较高值。从结构来看，中长期贷款仍是主导地位，新增 6.62 万亿元，创历史新高，反映出企业资本开支需求旺盛；新增短期贷款与票据融资同比少增，反映出企业流动性管理诉求趋于正常。债券融资下降明显，同比增速大幅下降 10.98 个百分点至 6.72%。上半年新增债券融资规模不及上年同期的一半，除上年高基数影响之外，上半年企业债券发行利率较上年同期显著升高、4 月底出台政策加强公司债信息披露要求和限制发行规模以及募集用途等因素可能也对企业发债产生一定抑制作用。非标融资持续压降，同比增速进一步下降 3.96 个百分点至-9.84%。上半年非标融资规模收缩 8437 亿元，同比多减 8698 亿元。

图6. 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

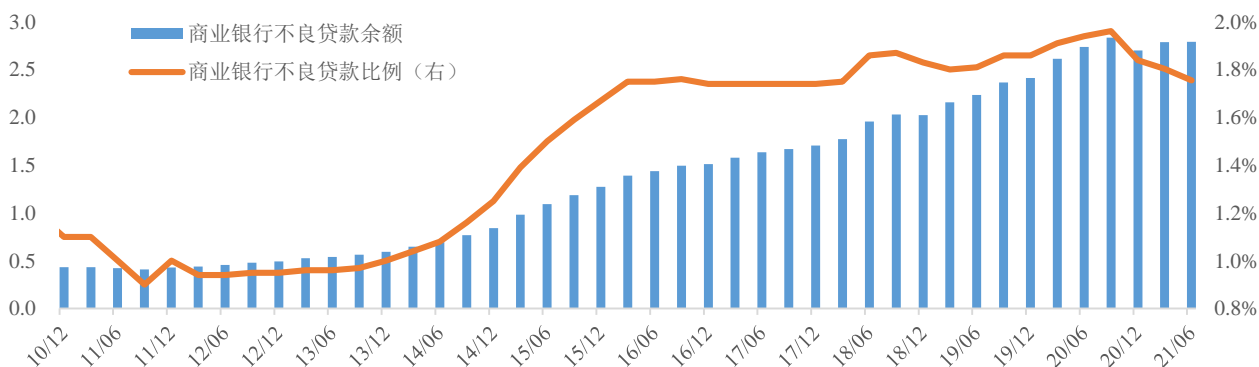
（二）宏观信用风险状况及其分布

2020 年为对冲疫情影响，我国宏观杠杆率大幅上升。2021 年上半年在信用增速回归常态和名义 GDP 提速的共同影响下，实体经济部门杠杆率下降 4.33 个百分点至 259.76%，但仍处于高位，客观上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相对较低，我国宏观信用风险主要集中在企业部门，因此本部分主要对企业部门信贷、债券和非标市场信用风险情况进行分析。

1. 银行贷款不良率小幅回落，商业银行信贷质量保持基本稳定

截至 2021 年 6 月末，我国商业银行不良贷款余额 2.79 万亿元，较上年末增加 892.78 亿元；商业银行不良贷款率 1.76%，较上年末下降 0.08 个百分点，主要是国内经济延续良好复苏态势，叠加监管部门引导金融机构强化风险防范、加大不良处置力度，使得**商业银行信贷资产质量保持稳定**。此外，去年为对冲疫情影响出台的普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策，进一步延长至 2021 年底，有利于稳定企业现金流，缓释流动性风险，对商业银行不良贷款率的稳定具有积极效果。

图7. 商业银行不良贷款（万亿元，%）

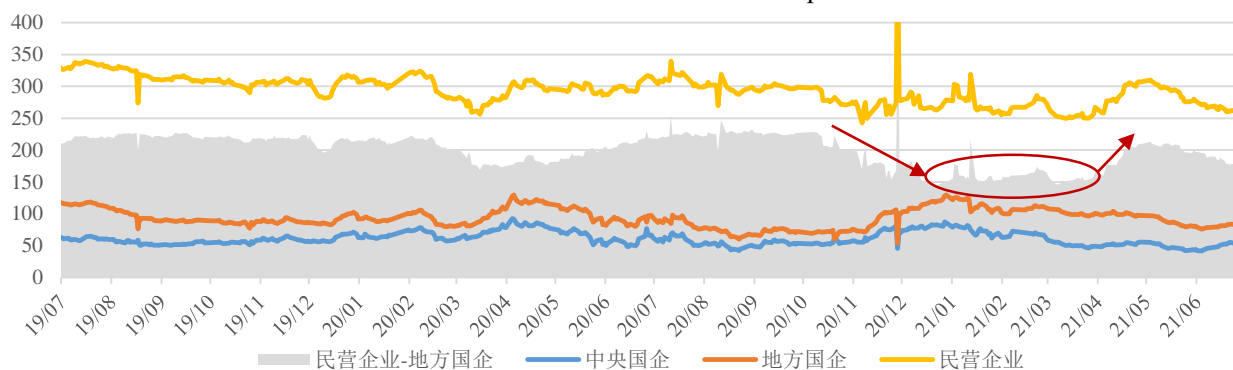


数据来源：中国人民银行、Wind

2. 债券市场信用风险继续释放，二季度国、民企信用利差出现分化

2021 年上半年，债券市场新增违约主体 18 家，到期违约金额合计约 778.97 亿元，较上年同期有所上升，**债券市场信用风险继续释放**。从信用利差来看，在上年四季度连续发生大型国企的违约事件后，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之差（图 8 中灰色部分）缩窄近 80bp，今年一季度仍保持在较低的 150bp 左右，与一季度国企违约事件频发⁴相印证，高杠杆、弱资质国企信用风险继续暴露；**二季度国、民企利差出现分化**，民营企业信用利差上行，地方国企信用利差呈下行趋势，反映出二季度民企违约数量有所增加，信用风险上升，市场对地方国企的担忧情绪有所缓和。

图8. 产业债信用利差中位数 (bp)



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 非标违约风险上行，房企非标违约增多

受益于宽松的再融资政策，2020 年以来非标违约有所减少，而 2021 年随着货币政策恢复常态化，非标违约数量再次上升，2021 年 1-5 月违约非标产品数量超过 300 个⁵，高于上年同期，**非标违约风险上行**。**房地产行业涉及的非标违约数量最多且有所增加**，违约主体除一些地方性小型开发商之外，还有陷入债务危机的华夏幸福等大型全国性房地产企业，或是受调控政策升级影响，房地产企业融资端、销售端承压，导致资金面紧张。

三、2021 年下半年宏观信用展望

经济增长面临下行压力以及结构性问题，宏观信用环境将进一步优化。在海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等影响下，前期表现强势的工业生产和出口下半年或将承压，且房地产投资、制造业 PMI 等指标已经出现下滑趋势，下半年经济增长面临下行压力；疫情对消费与接触性服务业的恢复影响仍然较大，经济增长内部结构性问题仍然存在，经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张及流动性的支撑。随着全

⁴ 上半年新增国有企业违约主体 12 家，其中 11 家集中在一季度。

⁵ 资料来源：企业预警通。

面降准、对中小微和制造业企业的政策支持效果进一步显现，**实体企业的信用环境有望优化，宏观杠杆率总体保持稳定。**

下半年部分领域的结构性信用紧缩或将持续。随着经济逐步恢复，经济结构调整和风险防范化解成为高质量发展的政策主线，并将贯穿于未来较长时期。2021 年下半年，部分领域的结构性信用紧缩或将持续，主要体现在从融资端和需求端共同限制房地产资金来源⁶、加强地方国有企业债务风险管理⁷和进一步规范城投融资⁸等方面，**房企、城投、地方国企融资环境受到一定限制。**

警惕不良贷款推升债券市场信用风险。今年以来受局部疫情、大宗商品上涨以及海运价格高企等多方面影响，中下游企业面临成本上升等经营困难，使其信用风险上升。同时，尽管针对中小企业的延期还本付息政策进一步延期至年底，但仅仅具有一定的滞后效应，届时贷款不良率仍存在进一步上升的可能，导致融资环境收紧，企业流动性紧张，推升债券市场信用风险。

非标市场信用风险或将向债券市场传导。随着 2021 年底“资管新规”及配套政策措施过渡期的临近，非标融资规模将进一步压缩，同时总体信用环境也在边际收紧的情况下，**非标融资规模依然较大企业的信用风险或将进一步释放，对信用债的偿付能力产生负面影响。**此外，对非标融资依赖性较大的**房地产企业和城投平台**在政策收紧的背景下，融资环境将愈发紧张，流动性下降，信用风险上升。

在低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的煤炭、冶金、化工等行业的尾部企业将面临持续经营及债务违约风险。为了实现碳达峰、碳中和目标，各地方和行业将陆续出台具体的行动方案，强化对相关行业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，收紧原材料重化工等高耗能行业的融资环境，将影响到此类企业债务融资的可持续性。

⁶ 2020 年 8 月住建部、央行发布的“三道红线”政策使房企融资端将受到严格管控；2021 年初的房地产贷款集中度管理制度以及各地楼市限购限贷等调控措施，从销售端对房企资金回笼造成限制。

⁷ 2021 年 3 月，国资委发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提出建立健全地方国有企业债务风险监测预警机制、分类管控资产负债率、保持合理债务水平等要求。

⁸ 2021 年 7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》，主要强调了严禁新增隐债、妥善化解存量隐债、强化风险管理等监管要求。