

# 宏观经济信用观察

(二零二二年五月月报)

## 多项宏观指标边际改善 部分行业恢复较为缓慢

摘要:

指标名称	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05
GDP (万亿)	-	-	27.02	-	-
GDP 同比增速	-	-	4.80	-	-
工业增加值	3.86	12.80	5.00	-2.90	0.70
固定资产投资	-	12.20	9.30	6.80	6.20
房地产投资	-	3.70	0.70	-2.70	-4.00
基建投资	-	8.10	8.50	6.50	6.70
制造业投资	-	20.90	15.60	12.20	10.60
消费	-	6.70	-3.53	-11.10	-6.70
出口增速	24.20	6.30	14.70	3.90	16.90
进口增速	19.90	10.50	-0.10	0.00	4.10
CPI 增速	0.90	0.90	1.50	2.10	2.10
PPI 增速	9.10	8.80	8.30	8.00	6.40
调查失业率	5.30	5.50	5.80	6.10	5.90
社融存量增速	10.50	10.20	10.60	10.20	10.50

注: 1.GDP 数据为当季值, 总额按现价计算, 同比增速按不变价格计算;  
2.固定资产投资数据为累计同比增速, 基建投资不含电力; 3.消费数据  
为社会消费品零售总额同比增速; 4.出口增速、进口增速均以美元计价;  
5.调查失业率、社融存量增速为期末值  
数据来源: 国家统计局、中国人民银行、Wind, 联合资信整理

■ 2022 年 5 月, 随着国内疫情防控形势总体改善, 有序推进复工复产以及稳增长政策效果逐步显现, 供需两端开始修复, 多项经济数据边际改善, 经济展现出逐步企稳势头; 但服务业生产、消费、房地产投资等部分指标仍处于负值区间, 未来经济仍面临较大压力。

■ 2022 年 5 月, 金融机构继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度, 叠加专项债发行提速、住房贷款利率下调、各项消费刺激政策陆续出台, 带动社融总量显著扩张, 但信贷结构依然偏弱有待改善。受财政部、税务总局加快增值税留抵退税进度, 央行上缴结存利润及下调 5 年期 LPR 等因素影响, 市场流动性延续平稳偏松态势, 企业综合融资成本持续下降。

■ 行业方面, 5 月房地产基本面继续磨底, 在重点城市解除防控、调控政策效果逐步显现以及上年基数下降的背景下, 房地产销售数据有所回暖, 但短期内房企资金面压力依然较大; 复工复产叠加政策支持, 汽车行业处在向上恢复的阶段, 但部分弱资质企业面临较大的经营周转压力, 信用风险值得关注; 疫情或将推动航空行业格局优化, 需关注短期债务规模大、账面资金储备不足且可获得的外部支持力度较小的航空运输企业。

联合资信研究中心

吴 玥 [wuyue@lhratings.com](mailto:wuyue@lhratings.com)

刘东坡 [liudp@lhratings.com](mailto:liudp@lhratings.com)

马顺福 [masf@lhratings.com](mailto:masf@lhratings.com)



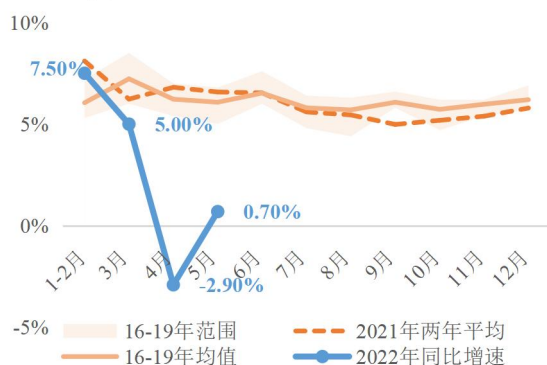
## 一、宏观经济与行业运行情况

2022年5月，随着局部疫情得到进一步的控制、逐步有序推进复工复产以及扩大内需、助企纾困、保供稳价、保障民生等一系列政策措施效果不断显现，供需两端有所修复，多项经济数据边际改善，经济展现出逐步企稳势头；但疫情对经济的冲击并未完全消退，主要体现在服务业、消费等领域的相关指标仍处于负值区间，未来经济仍面临较大压力。生产端，5月工业增加值同比恢复增长，上海、吉林工业增加值降幅大幅收窄，汽车生产边际恢复；服务业生产降幅有所收窄。需求端，房地产投资降幅进一步扩大，基建和制造业投资对固定投资的支撑作用相对稳定；消费降幅收窄，非生活必需品和餐饮销售恢复依然较慢，但边际有所改善；前期积压的外贸订单集中释放叠加低基数效应使得出口增速超预期回升。

### 1. 生产端：工业生产恢复增长，服务业生产降幅有所收窄

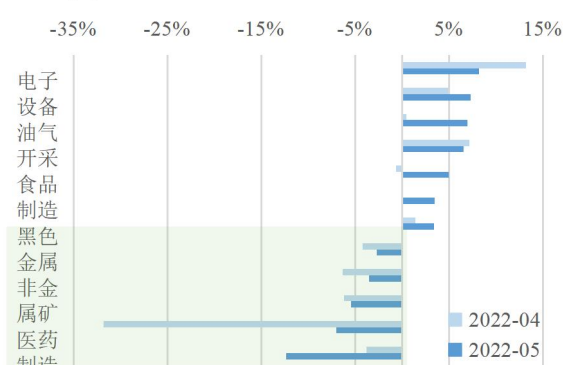
工业生产同比恢复增长，上海、吉林工业增加值降幅大幅收窄。2022年5月，我国规模以上工业增加值同比增长0.70%，环比增长5.61%，边际出现明显改善。其中，受疫情影响较大的上海、吉林工业增加值同比仍有所下降，但降幅有所收窄：上海工业增加值同比下降30.90%，降幅收窄31.70个百分点；吉林工业增加值同比下降4.90%，降幅收窄36.80个百分点，长三角和东北地区工业经济仍待进一步修复。6月，随着逐步推进复工复产，叠加能源保供稳价、物流保通保畅政策效果显现，工业生产有望进一步加快。

图1. 工业增加值当月同比增速<sup>1</sup>



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. 主要行业增加值当月同比增速<sup>2</sup>



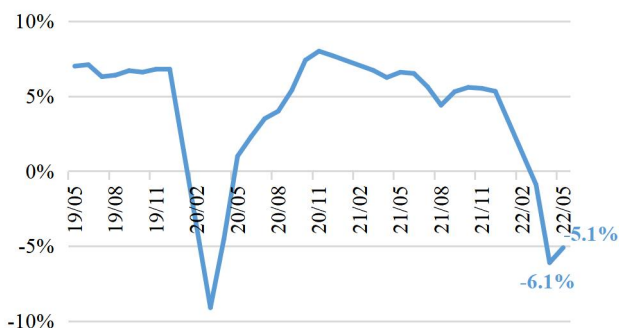
<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

<sup>2</sup>图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

汽车生产边际恢复，医药制造同比降幅扩大。行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，煤炭开采、油气开采等采矿业增加值保持稳定增长；制造业增加值同比由上月下降 4.60% 转为增长 0.10%，其中电子设备制造业增加值继续实现较快速增长；饮料、食品制造业增加值同比涨幅扩大，生活必需品供应就体保持充足稳定；而医药、汽车制造等行业增加值同比仍然有所下降，其中医药制造同比降幅进一步扩大，汽车、非金属矿、纺织和黑色金属等行业降幅有所收窄。

服务业生产降幅有所收窄。5 月服务业生产指数同比下降 5.10%，降幅较 4 月收窄 1 个百分点；5 月服务业商务活动指数回升至 47.10%。在疫情防控形势总体向好的背景下，接触型消费服务业及部分民生保障类服务行业有望逐步恢复。

图 3. 服务业生产指数当月同比增速



注：服务业生产指数 2021 年数据为两年平均增速

图 4. 服务业商务活动指数

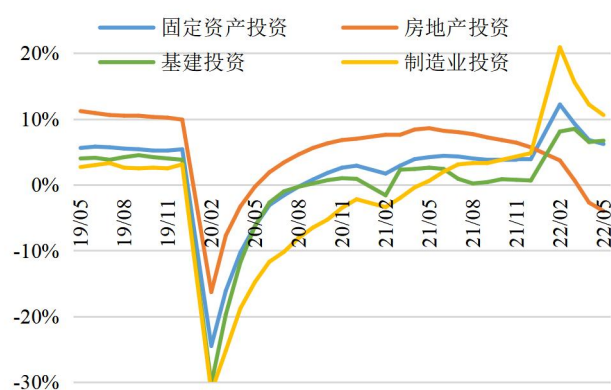


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

## 2. 需求端：需求端边际改善，消费复苏仍然较慢

固定资产投资增速回落，房地产投资继续探底。2022 年 1-5 月全国固定资产投资（不含农户）20.60 万亿元，同比增长 6.20%，增速较 1-4 月回落 0.60 个百分点，5 月季调环比增长 0.72%。三大领域方面，房地产开发投资继续探底，1-5 月房地产投资同比降幅扩大至 4%，5 月商品房销售面积与销售额同比降幅略有收窄，但仍处于深度负值区间，拖累房地产投资；基建投资增速有所回升，主要受专项债发行使用进度加快等稳投资政策的驱动；制造业投资仍处于高位，继续小幅回落，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资仍是主要驱动力，但未来制造业投资高增长动能的持续性还有待观察。

图 5. 固定资产投资累计同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

表 1. 三大领域投资增速

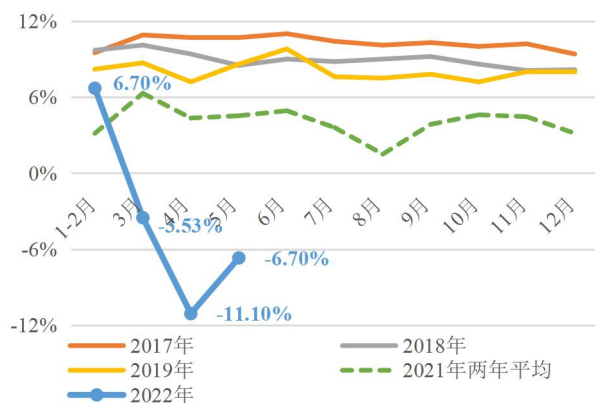
三大领域	2022 年 1-5 月	2022 年 1-4 月	2021 年 1-4 月 两年平均
房地产	-4.00	-2.70	8.60
基建	6.70	6.50	2.60
制造业	10.60	12.20	0.60



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

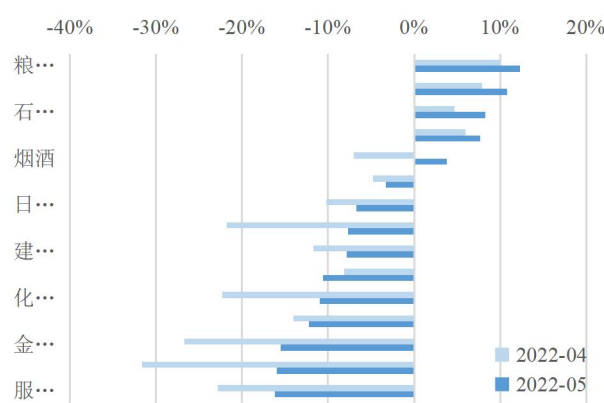
消费降幅收窄，非生活必需品和餐饮销售恢复依然较慢，但边际有所改善。2022年5月社会消费品零售总额（下称“社零”）3.35万亿元，同比降幅收窄4.40个百分点至6.70%，其中餐饮收入同比降幅小幅收窄1.60个百分点至21.10%，餐饮恢复仍然较为缓慢。限额以上商品方面，粮油、食品、中西药品、饮料以及烟酒销售额涨幅有所扩大，生活必需品消费韧性进一步显现，同时价格上涨也起到了一定的支撑作用；油价继续支撑石油及制品销售额同比涨幅扩大；服装鞋帽、汽车、金银珠宝等非生活必需品以及家用电器、建筑及装潢材料和家具等房地产链条商品销售额同比增速仍为负值，但降幅有所收窄。

图 6. 社零当月同比增速情况



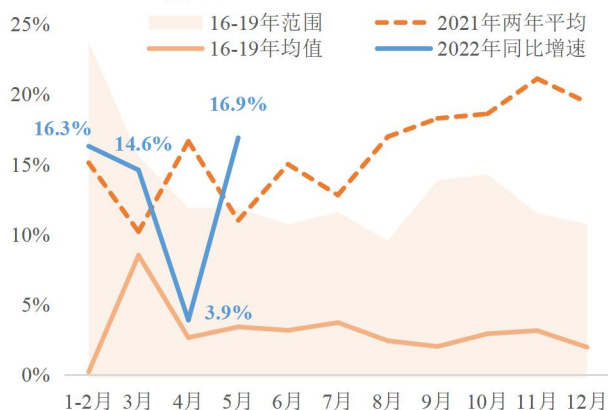
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 7. 主要商品零售额当月增速情况



前期积压订单集中释放叠加低基数效应使得出口增速超预期回升。2022年5月，我国出口3082.50亿美元，进口2294.90亿美元，贸易顺差787.60亿美元。在低基数的作用下，5月出口同比增速大幅回升至16.90%，主要是随着供给端以及产业链的逐步恢复，封控措施造成的货物积压和延迟到港等情况有所缓解，前期积压的出口订单在5月集中释放。主要出口商品方面，钢材、汽车和汽车底盘、玩具等商品出口金额大幅回升，增速超过30%；而家用电器、自动数据处理设备及其零部件出口额同比仍有所下降。6月仍有部分推迟发货的出口订单，出口同比有望维持较快增长，但订单集中释放的持续性不强，在严峻复杂的国际环境背景下，未来外需对经济的支撑总体趋于回落。

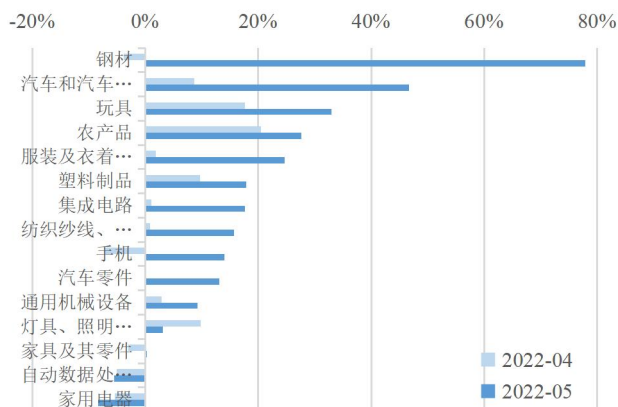
图 8. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图 9. 主要出口商品金额同比增速

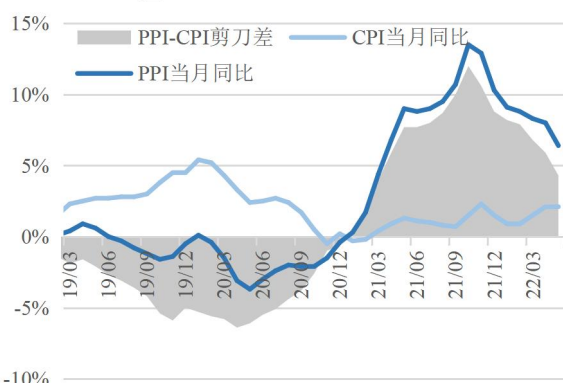
注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品



### 3. 生产者出厂价格涨幅继续回落，汇率呈“先贬后升”态势

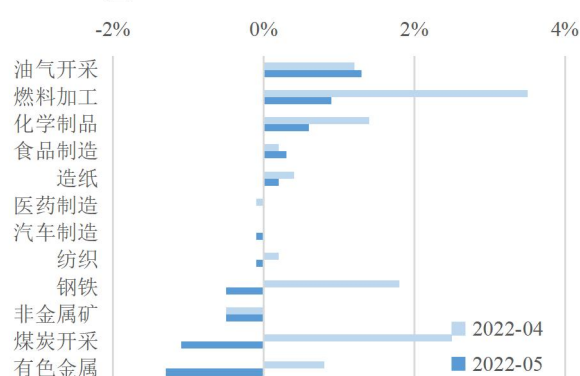
**CPI 同比涨幅与上月持平，PPI 同比涨幅继续回落。**CPI 方面，在国内疫情防控形势持续向好、消费市场供应总体充足的影响下，2022 年 5 月 CPI 同比涨幅持平在 2.10%，环比由上涨转为下降 0.20%。其中，物流逐步通畅推动食品价格环比由涨转跌；国际油价支撑汽油、柴油等能源价格继续上涨。**PPI 方面**，5 月 PPI 同比和环比涨幅均继续回落，同比涨幅较 4 月回落 1.60 个百分点至 6.40%。从主要行业来看，国际原油震荡上行，带动国内油气开采、燃料加工、化学制品等相关行业价格继续上涨；随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，煤炭开采价格转为下降；钢铁、有色价格环比也转为下降，或是受房地产链条需求疲弱影响，库存走高带动价格下行。5 月 PPI-CPI 剪刀差继续收窄，但 6 月原油价格突破 120 美元/桶，叠加基建持续发力带动建筑需求回暖，PPI 上涨动能增强，中下游企业成本端压力仍然较大，盈利情况值得关注。

图 10. CPI、PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 11. 主要行业 PPI 环比增长情况

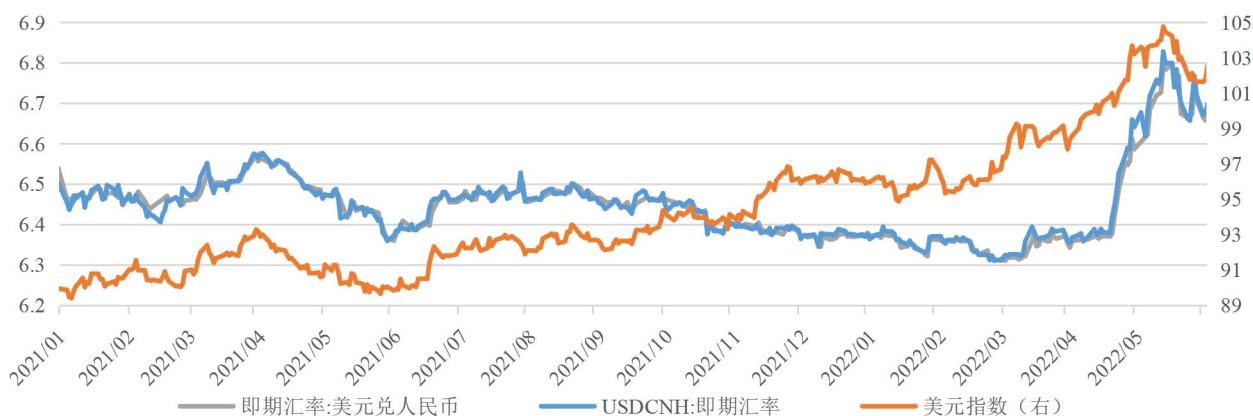


**汇率方面**，5 月人民币对美元即期汇率呈“先贬后升”态势。5 月上半月，受国内疫情反弹和海外需求回落影响我国经济下行压力持续加大，叠加美元指数不断攀升、中美利差倒挂程度逐渐加剧等因素，人民币对美元即期汇率持续快速贬值。进入 5 月下半月，国常会、全国稳住经济大盘电视电话会议陆续召开，

部署加快稳经济一揽子措施落地，国内疫情防控形势稳中向好，带动出口稳步回暖，加之美元指数明显回落、中美利差倒挂程度有所缓解，人民币对美元即期汇率由贬转升，在岸、离岸人民币对美元即期汇率分别由月中最低水平的 6.7967、6.8275 上行至本月末的 6.6578、6.6773。

展望后市，短期内受中美经济基本面和货币政策周期继续错位影响，中美利差倒挂或将维持，人民币对美元汇率或将继续承压；中长期看，随着中国经济逐步企稳，人民币汇率料将重归基本面因素驱动，在合理均衡水平上保持基本稳定。

图 12. 人民币汇率走势

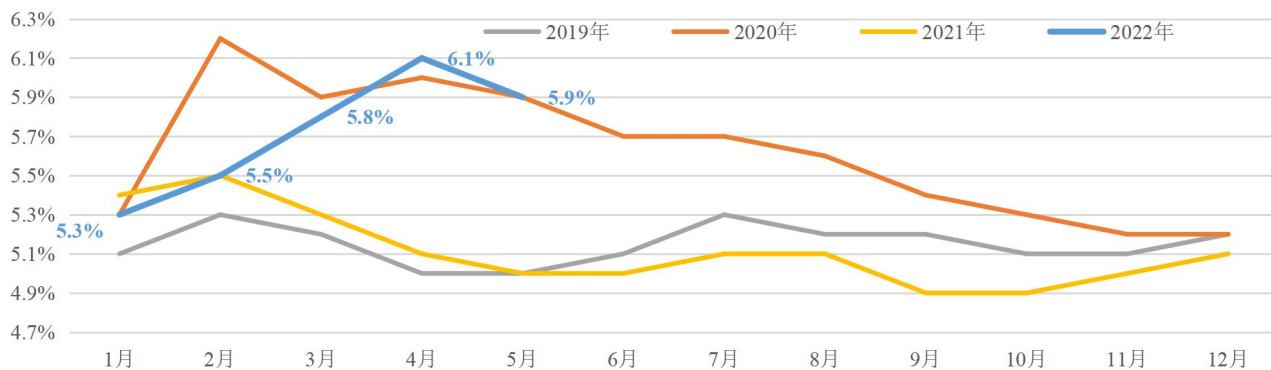


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

#### 4. 就业：失业率有所下降，稳就业压力仍然较大

2022 年 5 月，我国城镇调查失业率较上月下降 0.20 个百分点至 5.90%，同比上升 0.90 个百分点，与 2020 年同期持平，仍处于较高的水平。未来稳就业压力依然较大，主要体现在以下几点：一是制造业、建筑业和批发零售业等劳动密集型的产业，以私营、个体户和灵活就业居多，就业稳定性本就相对较弱，在经济下行的背景下，企业经营活动承压，用工需求稳定性或将进一步下降；二是受疫情拖累严重的接触性消费服务业恢复相对较慢，人员需求的减少或将持续；三是随着毕业季的到来，毕业生集中进入劳动力市场，年轻人失业率或将抬升，进一步加大稳就业压力。

图 13. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

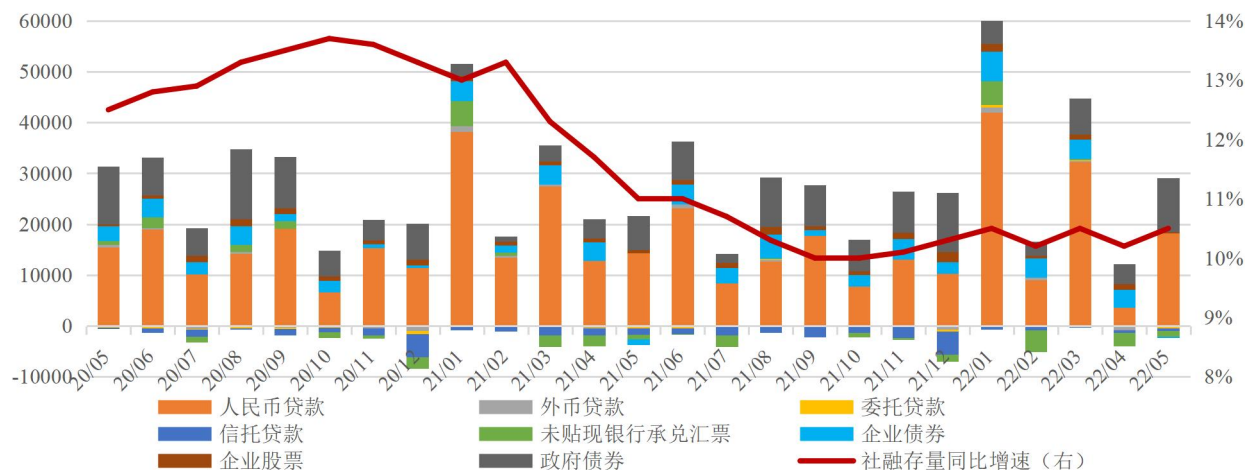
## 二、宏观信用环境

2022年5月，国内疫情防控形势总体改善，金融机构继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，叠加专项债发行提速、住房贷款利率下调、各项消费刺激政策陆续出台，带动社融总量显著扩张，但信贷结构依然偏弱有待改善。受财政部、税务总局加快增值税留抵退税进度，央行上缴结存利润及下调5年期LPR等因素影响，市场流动性延续平稳偏松态势，企业综合融资成本持续下降。

### 1. 社融总量显著扩张，信贷结构仍待改善，企业债券融资结构分化延续

社融总量显著扩张，人民币贷款和政府债券净融资是主要支撑因素。5月新增社融规模2.79万亿元，同比多增8399亿元；5月末社融规模存量同比增长10.5%，增速较上月末高0.3个百分点。结构上看，5月央行、银保监会引导金融机构继续加大信贷投放力度，叠加专项债发行提速，带动当月对实体经济发放的人民币贷款同比多增3906亿元，政府债券净融资同比多增3899亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素。直接融资方面，企业债券净融资同比少减969亿元，非金融企业股票融资同比少增425亿元，总体看企业直接融资比较稳定。表外融资方面，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少减276亿元、少减676、多减142亿元，收缩态势继续放缓。展望6月，为推动稳经济一揽子政策尽快落地见效，央行将继续加大对实体经济的信贷支持力度，加之财政部要求“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕”，社融总量有望继续扩张。

图 14. 社融存量增速和增量结构（亿元）



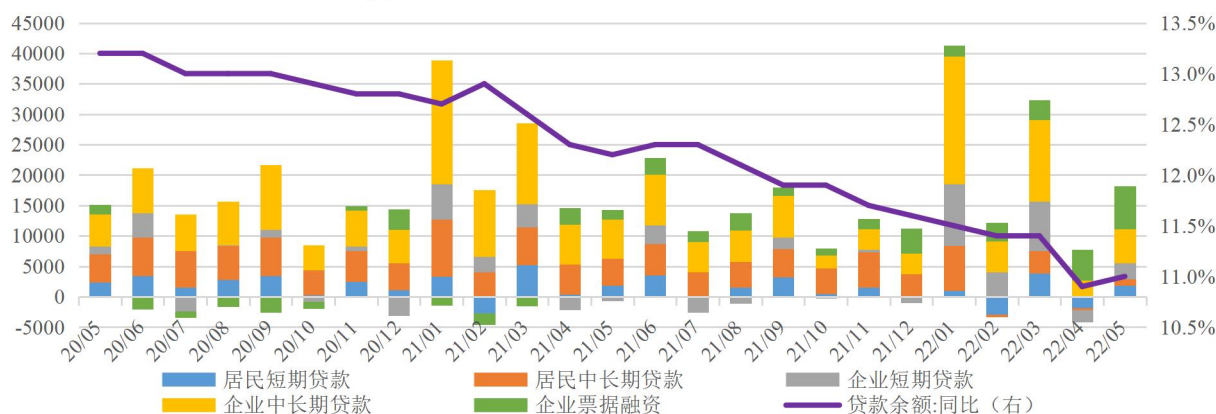
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量回升但结构仍待改善，实体经济融资需求依旧偏弱。5月金融机构新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3920亿元；5月末金融机构人民币贷款余额203.54万亿元，同比增长11.0%，增速比上月末高0.1个百分点。从结构看，5月居民短期、中长期贷款新增规模均由负转正，同比分别多增34亿元、少增3379亿元，反映出随着疫情缓解、住房贷款利率下调及各项消费刺激政策陆续出台，居民消费意愿和



购房意愿边际有所改善，但总体上看依然偏弱。企业短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多增 3286 亿元、少增 977 亿元、多增 5591 亿元，与上月相比有所好转，但贷款结构短期化特征依然明显，特别是 5 月下旬以来票据转贴现利率再次大幅回落，表明银行票据冲量行为仍在延续，企业有效融资需求依然偏弱。后续看，随着央行继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，更好地满足房地产市场的合理融资需求，实体经济融资需求或将继续好转，带动信贷结构逐步改善。

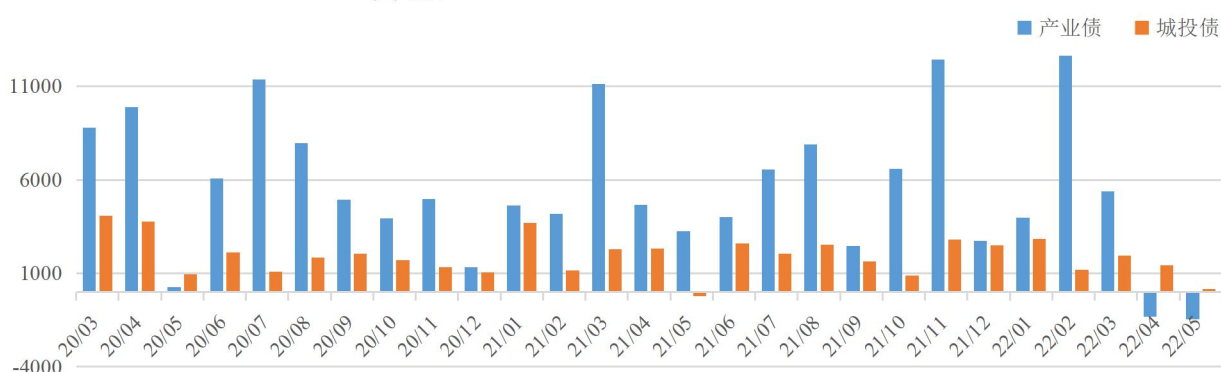
图 15. 当月新增人民币信贷结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

**非金融企业债券净融资规模环比明显放缓，结构分化延续。**5 月企业部门信用债净融资-108 亿元，较上月少增 3587 亿元，表明企业债券净融资节奏明显放缓，且结构继续分化。从大类结构看，产业债净融资额-1468 亿元，规模持续收缩；城投债净融资额 156 亿元，扩张速度大幅放缓。从企业性质看，国企债净融资额-1656 亿元，规模大幅收缩；民企债净融资额 165 亿元，规模显著扩张。从区域结构看，上海、山东、广东、山西、重庆等省市企业债券融资规模收缩较为明显，收缩省市数量较上月有所增加。

图 16. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

图 17. 国有企业净融资额（亿元）



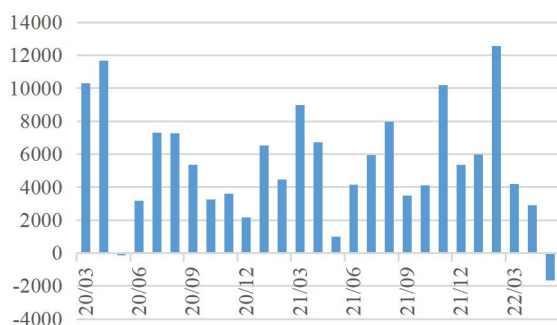


图 19. 31 省市信用债净融资额（亿元）

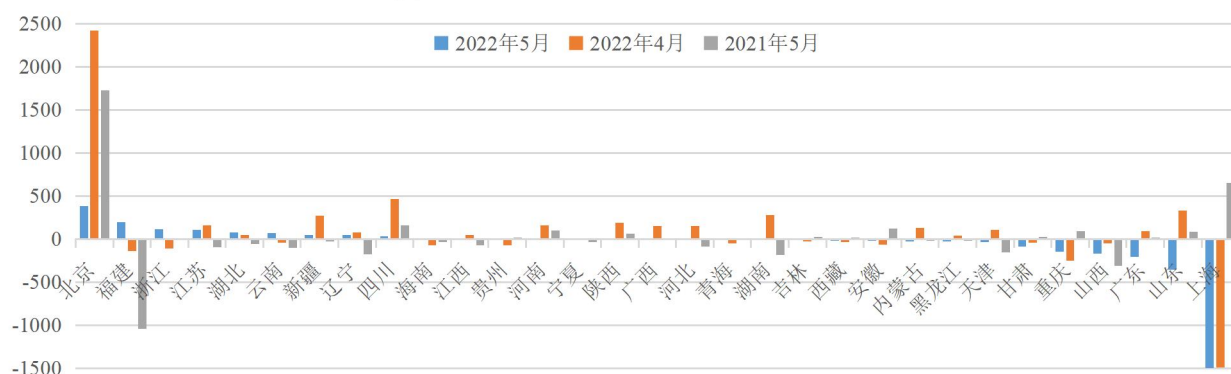


图 18. 民营企业净融资额（亿元）

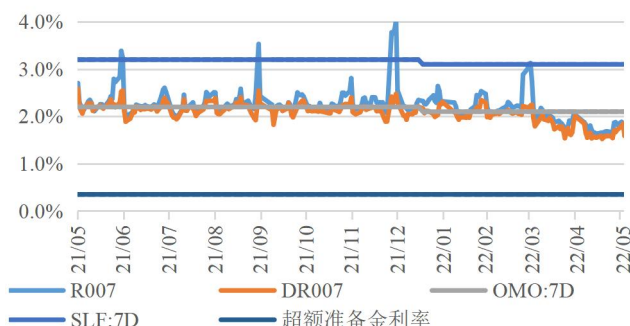
数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 市场流动性延续平稳偏松态势，企业综合融资成本持续下降

**市场流动性延续平稳偏松态势。**5 月财政部加快增值税留抵退税进度，央行继续向中央财政上缴结存利润，为市场提供流动性支持，但实体经济融资需求依旧偏弱，导致大量流动性滞留在银行体系内，存款类金融机构 7 天质押式回购利率（DR007）等短期市场利率继续下行。**企业综合融资成本持续下降。**自 4 月下旬存款利率市场化调整机制启动以来，银行负债成本明显下行，5 月 20 日央行下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点至 4.45%，创 LPR 定价机制改革以来单月最大降幅。受此影响，5 月公司债、企业债和中期票据加权发行利率继续下行。此外，央行数据显示，今年 1-4 月企业的贷款利率为 4.39%，较 2021 年全年下降 0.22 个百分点，为人民银行有统计记录以来的低位<sup>3</sup>。展望后市，央行料将继续加大稳健货币政策的实施力度，保持流动性总量合理充裕，继续推动企业融资成本稳中有降，提升金融支持实体经济的可持续性。

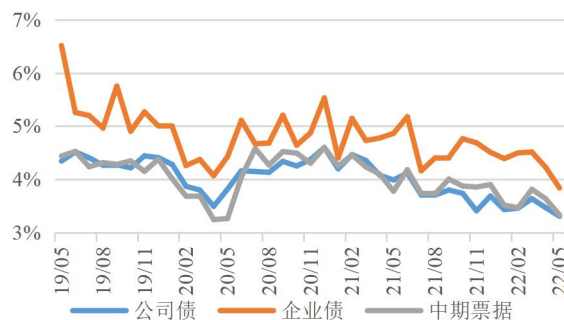
<sup>3</sup> 见 2022 年 6 月 2 日人民银行网站《人民银行外汇局举行新闻发布会 解读国务院常务会部署扎实稳住经济的有关金融政策》。

图 20. 市场资金利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 21. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



### 三、宏观政策环境

2022年5月，面对持续加大的经济下行压力，党中央、国务院果断应对，全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

#### 1. 出台稳经济一揽子政策措施，确保经济运行在合理区间

5月23日，李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施。会议指出，要加快落实中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策并加大实施力度，按照总体思路和政策取向采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘。会议决定实施财政、金融、稳产业链供应链、促消费和有效投资、保能源安全、保障基本民生等6方面33项政策措施。5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，就贯彻落实一揽子政策措施作出全面部署。5月31日，国务院正式印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，明确6方面33项具体政策措施及分工安排，要求各地区各部门靠前发力、适当加力，推动一揽子政策措施尽快落地见效，确保及时落实到位，尽早对稳住经济和助企纾困等产生更大政策效应。6月1日，国务院召开常务会议，部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，会议提出要对政策再作全面筛查、细化实化，进一步加大困难群众救助帮扶力度，并强化政策落实督促。6月8日，国务院召开常务会议，听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，要求各地区推动稳经济政策再细化再落实，充分发挥政策效应。在我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战的关键时刻，及时出台“一揽子政策措施”并强化落地实施监督，为确保经济运行在合理区间提供了良好的政策环境。

#### 2. 多措并举稳外贸稳外资，进一步提升对外开放水平

5月26日，国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》，提出保障外贸领域生产流通稳定，

加大外贸企业财税金融支持力度，进一步帮助外贸企业抓订单、拓市场，稳定外贸产业链供应链等 4 方面 13 项政策措施。要求各地方各相关部门出台针对性配套措施，确保各项政策措施落实到位。为落实《意见》要求，商务部、人民银行、外汇局于当日印发《关于支持外经贸企业提升汇率风险管理能力的通知》，指出加强宣传和培训，帮助企业树立汇率“风险中性”理念；完善汇率避险产品服务，提升人民币跨境结算的便利性；建立“政银企”对接机制，精准服务中小微外经贸企业；发挥财政资金引导作用，降低企业综合成本。6 月 8 日，国务院召开常务会议，部署进一步稳外贸稳外资举措，提升对外开放水平。一是充分发挥稳外贸稳外资、物流保通保畅等机制作用，协调解决外贸外资企业困难；二是促进外贸保稳提质，包括加快出口退税速度、提升港口装卸转运和通关效率、研究阶段性减免港口有关收费等；三是积极吸引外商投资，包括出台力度更大的加工贸易梯度转移支持政策、扩大中西部外商投资制造业鼓励类目录等。

### 3. 聚焦重点方向、运用多种方式盘活存量资产，扩大有效投资

5 月 25 日，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》。《意见》要求，聚焦重点领域、重点区域和重点企业，通过推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展、规范有序推进政府和社会资本合作（PPP）等多种方式，有效盘活存量资产；在落实项目盘活条件、完善规划和用地用海政策等方面加大盘活存量资产政策支持；从引导做好回收资金使用、精准有效支持新项目建设等方面用好回收资金增加有效投资；在盘活存量资产过程中严格落实各类风险防控举措。5 月 27 日，证监会、发改委联合印发《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》。《通知》明确项目发起人应当为开展保障性租赁住房业务的独立法人主体，强调严格规范回收资金用途，压实参与机构责任，切实防范 REITs 回收资金违规流入商品住宅和商业地产开发领域。5 月 31 日，证监会表示，在前期 REITs 试点工作基础上，指导证券交易所制定发布了《新购入基础设施项目（试行）》，以支持上市 REITs 通过扩募等方式收购资产，加大 REITs 市场建设力度。

### 4. 出台财政支持“双碳”顶层设计文件，助力实现“双碳”目标

5 月 25 日，财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》。《意见》作为构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系其中一项，是财政部门贯彻落实党中央、国务院关于推进“双碳”重大决策部署的顶层设计文件，是实现“双碳”目标的重要保障方案。在支持重点方向和领域方面，重点支持构建清洁低碳安全高效的能源体系、重点行业领域绿色低碳转型、绿色低碳科技创新和基础能力建设、绿色低碳生活和资源节约利用、碳汇能力巩固提升、完善绿色低碳市场体系等六大方面；在财政政策措施方面，主要包括强化财政资金支持引导作用、健全市场化多元化投入机制、发挥税收政策激励约束作用、完善政府绿色采购政策、加强应对气候变化国际合作等五方面；在保障措施方面，具体为强化责任落实、加强协调配合、严格预算管理、加大学习宣传力度四个方面。《意见》立足当前发展阶段，以支持实现碳达峰工作为侧重点，有利于明确财政支持“双碳”的工作目标，指导各级财政部门明确支持“双碳”工作的重点方向和领域，找准着力点，充分发挥财政资金、税收、政府采购等多项政策的协同作用，有力推进实现“双碳”目标。



## 5. 进一步推进省以下财政体制改革工作

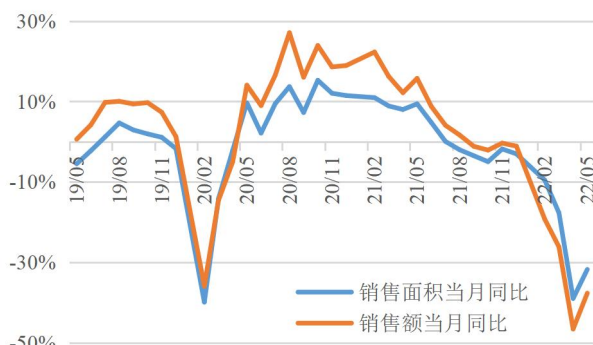
6月13日，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，《意见》针对省以下财政体制还存在的问题，提出了清晰界定省以下财政事权和支出责任、理顺省以下政府间收入关系、完善省以下转移支付制度、建立健全省以下财政体制调整机制、规范省以下财政管理五方面改革措施等五方面改革措施。这些改革措施的落实推进，将促进加快建设全国统一大市场，推进基本公共服务均等化，推动高质量发展；同时将进一步推动省一级财政和债务统筹，减轻市县财政负担，有利于防范化解地方债务风险，提高地方重点项目和薄弱环节的有效投资。

## 四、行业信用风险观察

### 1. 房地产基本面继续磨底，短期内资金面压力较大

**2022年5月房地产基本面继续磨底。**2022年以来，多地适度放开限购限售、降低公积金使用门槛、调降房贷利率、加快房贷审批节奏，在政策放松的背景下，5月房地产销售额同比降幅略有收窄，但降幅仍接近40%。房地产销售端继续磨底拖累房地产投资同比降幅扩大，房企对于拿地、新开工仍然十分谨慎。

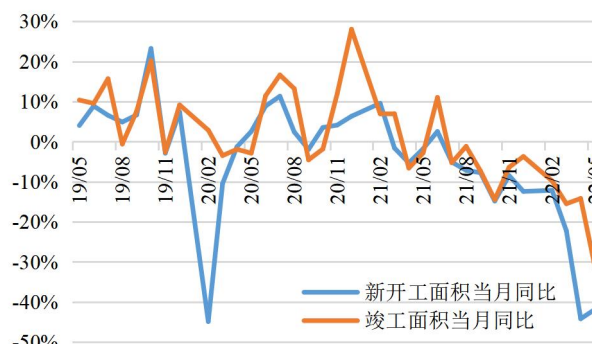
图 22. 房地产销售情况



注：2021年数据为两年平均增速

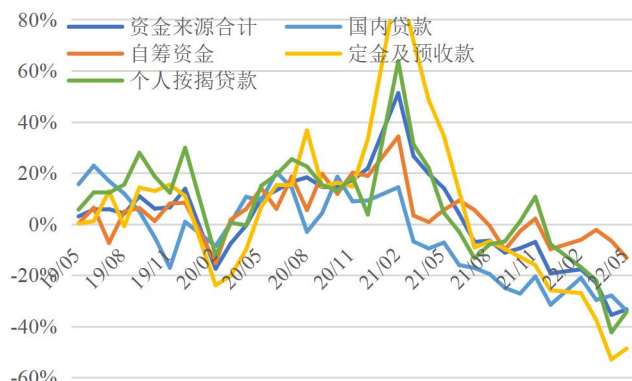
数据来源：Wind，联合资信整理

图 23. 房屋新开工、竣工情况



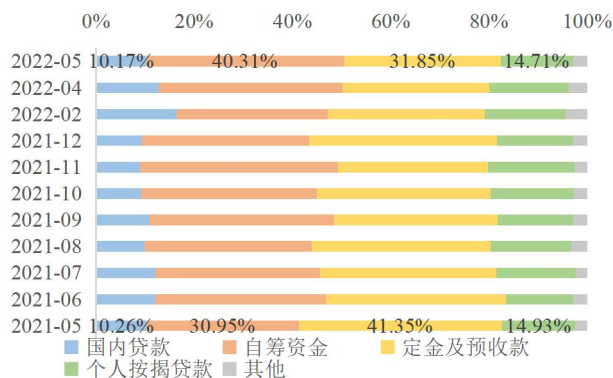
**房企销售回款承压明显，资金面压力进一步加大。**从房地产资金面来看，5月房地产企业到位资金1.19万亿元，同比降幅略收窄至33.39%，资金面压力仍然较大。分项来看，房地产销售疲弱使得定金及预收款以及个人按揭贷款仍处于深度负值区间，其中定金及预收款同比下降接近50%；自筹资金超过定金及预收款成为房地产第一大资金来源，占比超过四成，反映出目前在销售回款承压的情况下，房地产企业更多的通过自筹资金的方式来缓解现金流压力，而对自筹资金的依赖性提高也意味着个体风险以及资金链的脆弱性提高。

图 24. 房地产资金来源当月同比增速情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 25. 房地产各项资金来源当月占比情况



6 月部分重点城市解除封控，有利于购房场景以及需求端的恢复；同时各地也在加大稳定房地产市场政策措施的实施力度，有效满足居民合理住房需求，叠加房贷利率下调、居民购房负担降低，助力房地产市场趋稳，未来房地产销售数据有望回暖，房企资金面或将出现一定的改善。但行业仍处在深度调整阶段，且今年房地产到期债务的规模较大，短期内房企资金面压力依然较大，行业信用风险值得关注。

## 2. 汽车产销呈现恢复性增长，部分企业仍面临较大的经营周转压力

汽车产业链供应链逐步恢复，产销数据恢复性增长。2022 年 5 月，国内汽车产销分别为 192.60 万辆和 186.20 万辆，环比分别增长 59.70%、57.60%；同比分别下降 5.70%、12.60%，降幅分别较 4 月大幅收窄 40.40、35 个百分点。5 月汽车行业产业链供应链逐步恢复，复工复产节奏有所加快，放宽汽车限购和阶段性减征部分乘用车购置税将促进汽车制造业的进一步恢复。未来，疫情反复导致供应链紧张、原材料涨价及芯片等元器件短缺的风险仍在，或将使得企业的营运资本需求上升，加大经营周转压力。总体来看，复工复产叠加政策支持，汽车行业处在向上恢复的阶段，行业信用风险或将有所缓释，但部分弱资质企业面临较大的经营周转压力，短期内收入及现金流压力较大，信用风险值得关注。

## 3. 疫情持续制约民航需求恢复，或将推动行业格局优化

自 2020 年新冠疫情以来，航空行业连续三年大幅亏损，全球疫情不断反复持续制约民航需求的恢复；2022 年以来国际地缘政治冲击使得油价持续上涨，而燃油是航空公司的主要营业成本之一，成本端压力上升，压缩了航空公司的利润空间。近日国航公告称拟对山航集团增资控股，对山航提供资金支持，纾解其经营困境。总体来看，疫情或将推动行业进一步整合，行业集中度或将提升；疫情对航空运输企业的经营和偿债能力产生了重大冲击，需关注短期债务规模大、账面资金储备不足且可获得的外部支持力度较小的航空运输企业。

### 免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

### DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.