

宏观周期系列研究之三：

我国非金融企业部门的信用周期及其结构特征

联合资信、联合评级宏观研究部

- ◆ 1996 年至今，我国企业部门信用量增长周期持续时间有拉长的趋势，可能是长期实施稳健货币政策的效应；周期波动幅度较大，并且显示出逐步扩大之势，反映了货币政策的灵活性方面，以及外部冲击频发的影响。
- ◆ 我国企业部门信用不仅具有一定的周期性，同时也表现出明显的结构分化特征。银行贷款是中国企业部门获得信用的最大渠道；债券次之，但债券占比逐步提高；银行外表融资则表现出先增后减的特征。与国有企业相比，民营企业信用扩张波动较大，2018 年以来出现收缩态势。
- ◆ 2018 年和 2019 年债券市场违约高发以及以民企为主的表现形式，实质是在去杠杆大政策之下信用结构性分化的表现，民企在总体债务、债券市场、表外融资等方面收缩严重，是这轮以民企为主违约潮的外部大环境。在整体信用环境宽松的环境之下，个体违约规律和表现与宏观经济及政策的相关度相对较弱，在信用环境收紧的大背景下，违约规律呈现局部性特征，而不是点状个体表现，这也是研究宏观之于信用风险预判的意义所在。
- ◆ 跨周期看，考虑到货币政策未来将趋于常态化、社融增速受名义 GDP 增速和宏观杠杆率高企的约束，未来非金融企业部门信用量增速将处于历史较低水平，这意味着未来信用条件总体将处于较紧状态，在上一波民企信用风险已经较大规模出清的情况下，未来违约将会向资金自我平衡能力弱、过分依赖外部融资的高杠杆、弱资质的国企转移，刚兑打破之后将会打破各种信仰，市场出清的广度和深度或有可能超出预期。

一、引言

我国非金融企业部门（以下简称企业部门）是国民经济的基础部门，也是实体经济的主要构成部门，是金融部门服务的主要对象。当前，我国企业部门构成

的庞大供给体系，正在向高质量高效率发展转型，亟待金融部门的信用支持和配合。考察我国企业部门信用周期的历史变化，揭示其信用周期性波动中的信用风险及结构性特征，有利于促进金融对实体经济的服务力度。防范信用风险，畅通双循环和高质量发展。

信用周期主要研究信用总量增长的周期性变动、以及与之相应的信用质量的周期性变动情况，以期对信用总量走势进行预测，揭示信用风险状况。一个完整信用周期一般包含交替出现的信用扩张和衰退两个阶段。扩张阶段表现为信用总量持续较快增长，企业融资环境向好，信用风险总体较低；衰退阶段则是信用总量增长持续下降，企业融资环境劣化，信用风险总体上升。

依照本系列研究的总体设计，我们将我国非金融企业的信用总量定义为其债务总量，由银行贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票和企业债券五个部分构成¹。我国央行统计发布的社会融资规模数据是全社会信用总量的最佳观测指标（其中包括企业股权融资，可以剔除，或者忽略），但不能作为企业部门信用总量的指标，因为其中包括了政府部门、居民部门及非银行金融机构的信用。BIS 发布的“非金融企业部门信用总量（Total Credit）”数据便于国际比较，但因为数据的时间跨度较短，只有 2006 年以来的数据，难以做长期周期性分析。有鉴于此，我们采用中国社科院国家金融实验室的“中国信用总量数据”的统计口径和数据展开分析。因为 Wind 采集的该系列数据起始于 2000 年，同样存在时间较短的问题。而社科院发布的宏观杠杆率数据具有较长的时间跨度（起始于 1993 年），我们可以利用该数据计算相应时期的信用总量，满足我们对我国信用总量较长时期的历史考察。

二、我国企业部门信用总量及其增长的历史变化

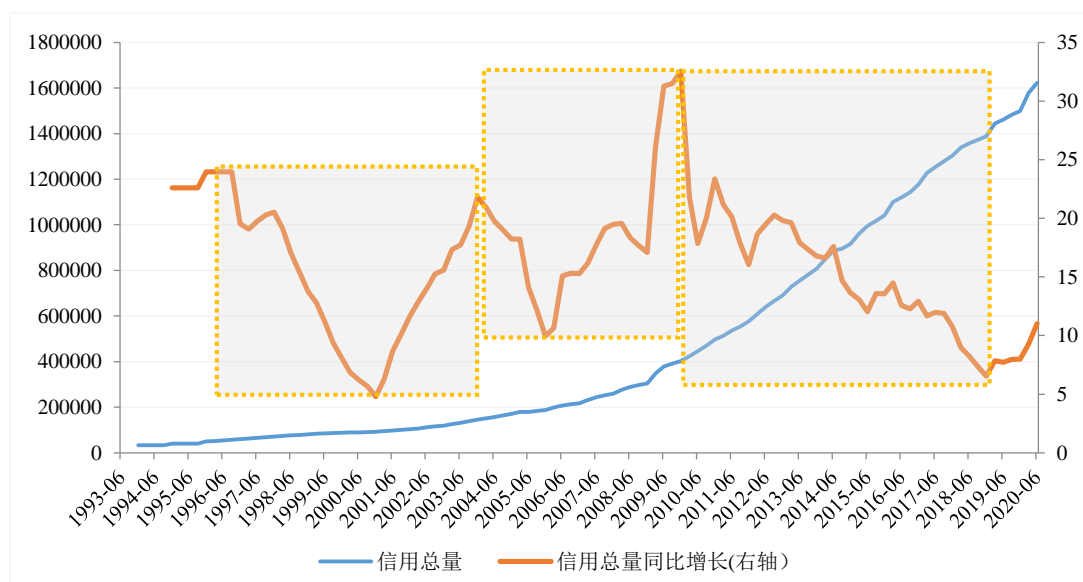
1、我国企业部门信用总量增长具有一定周期性，周期时间逐步拉长，波动幅度有所扩大。

由于缺乏长期信用量数据，我们利用中国社科院非金融企业部门杠杆率数据

¹ 银行贷款包括人民币和外币贷款；企业债券指非金融企业在银行间市场及交易所市场发行的所有债券，包括企业债券、公司债券、短期融资券和中期票据等债务融资工具、定向融资工具等。

倒推出了 1993 年至今我国非金融企业部门信用总量的季度数据及同比增长率²。2007 年一季度以来，中国企业部门信用总量已经完成了下图中 3 个用灰底矩形框标示的周期(矩形框的长度反映周期的时间跨度，高度反映周期内的波动幅度，同时将从左到右的各周期依次编号为第一周期、第二周期等等，以下同)，如下图所示，第一个周期从 1996 年 3 季度至 2003 年 4 季度，其中 1997 年 6 月以后，在亚洲金融危机的冲击，信用扩张速度快速下降，于 2000 年底下降的历史最低增速 5%左右，随后在货币政策作用下迅速回升。第二个周期从 2004 年 1 季至 2009 年底，期初因为货币金融政策收紧导致信用扩张速度迅速下降，于 2006 年达到周期底部后有所回升，2008 年 4 季度在四万亿刺激计划推动下大幅回升，于 2010 年 1 季达到历史最高增速约 33%。2010 年 2 季度随着货币金融政策进入新一轮周期的下降阶段，2016 年以后在去杠杆政策作用下加速下行，2018 年 4 季度触底，增速下行时间达 9 年。2019 年在逆周期调控加强的环境下进入扩张阶段，2020 年以来受疫情影响，大规模的金融刺激政策陆续出台，信用增速大幅度提升。总体看，前两个周期的时间长度和波动幅度相差不大，第三个周期尚未完成，时间显著拉长，波动幅度有所扩大。

图 1：中国企业部门信用总量及其增长的历史变化（亿元，%）



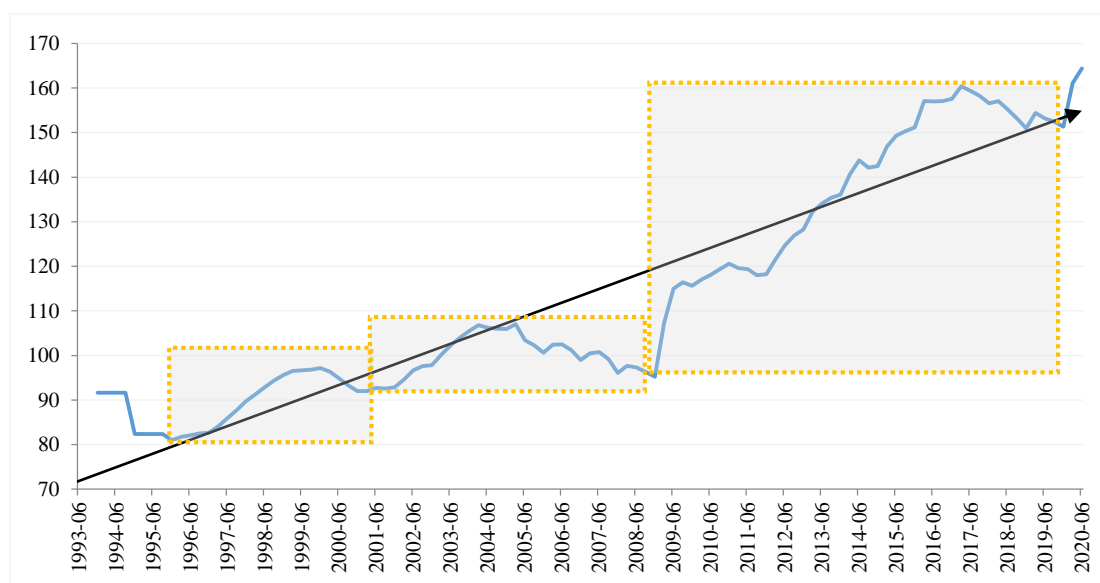
数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

² 社科院的计算方法是用非金融企业部门总的债务余额除以 4 个季度滚动名义 GDP。我们的企业部门信用总量即利用杠杆率与相应的滚动 GDP 计算而得。

2、从相对量即我国企业部门信用总量与 GDP 之比看，呈现出企业部门信用总量占 GDP 之比逐渐扩大的趋势，并表现出周期性波动，总体上显示出周期的时间跨度延长和波动幅度扩大的特征。

企业部门信用总量与 GDP 的比例，是衡量一个经济体或其中一个部门信用水平的相对指标，也被用于衡量杠杆率的高低。从下图可以看出，1993 年以来，中国企业部门信用总量与 GDP 之比总体上呈现出逐渐提高的趋势，表明我国企业部门的债务负担逐年增大。2008 底四万亿经济刺激计划的出台，企业部门债务急剧增加，信用量与 GDP 之比出现跳跃式上升。曲线运行上也表现出三个完整的周期性波动，周期的时间跨度和波动幅度总体上表现出延长和扩大的特征。

图 2：中国企业部门信用总量与 GDP 之比长期走势（%）



数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

总体上看，我国企业部门信用总量增速、信用总量与 GDP 之比 1993 年以来均经历了三个完整的周期。周期持续时间有拉长趋势，可能是长期实施稳健货币政策的效应；周期波动幅度较大，并且显示出逐步增加之势，反映了货币政策的灵活性方面、以及国际经济金融冲击频发的影响。2008 年以后，由于债务增速快于 GDP 增速，因此信用总量与 GDP 之比呈现较长时期的快速上行走势。

三、我国企业部门信用结构的历史变化

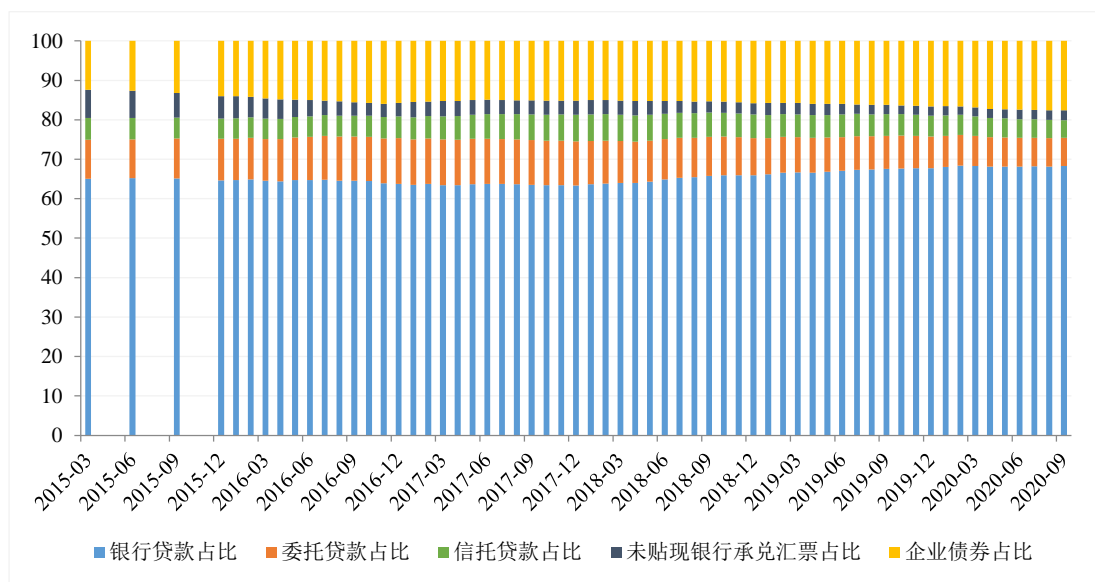
1、银行贷款是中国企业部门的主要信用获得渠道，其次分别为债券和银行

表外融资，债券融资占比逐步提高，表外融资趋于收缩。

因数据可得性的限制，我们只能观察到 2015 年至今企业部门信用总量的结构变化情况。如下图所示，银行贷款和企业债券是企业部门融资的主渠道。其中银行贷款占比最大，公司债券次之，第三是委托贷款，然后是信托贷款和未贴现银行承兑汇票，后三者一般被合称为表外融资。

长期来看，银行贷款占比经历了由下降到提高的过程，总体有所提高。2015 年 1 季度到 2017 年底为下降阶段，从 65.05% 下降至 63.31%，主要受此期间银行表外信用快速扩张所致。2017 年底至今为上升阶段，从 63.31% 上升到 2020 年以来的 68% 以上，提高了 5 个百分点，主要受到 2018 年开始的降杠杆、整顿限制表外融资的供给侧结构性改革政策的影响。同样的原因下，表外融资占比在此期间的走势与银行贷款占比走势恰恰相反，经历了先提高后下降的过程。此期间企业债券占比提高较明显，从起初的 12.39% 持续提高，2020 年 4 月开始提高至 17% 以上，上升幅度达 5 个百分点以上。总体来看，我国企业部门信用长期以来以银行信用为主，企业债券代表的市场信用虽有所提高，但占比仍然较低。表外融资代表的市场信用总体上随清理整顿而逐渐收缩，是监管政策效果的体现。

图 3：2015 年以来中国非金融企业部门信用结构变动（%）

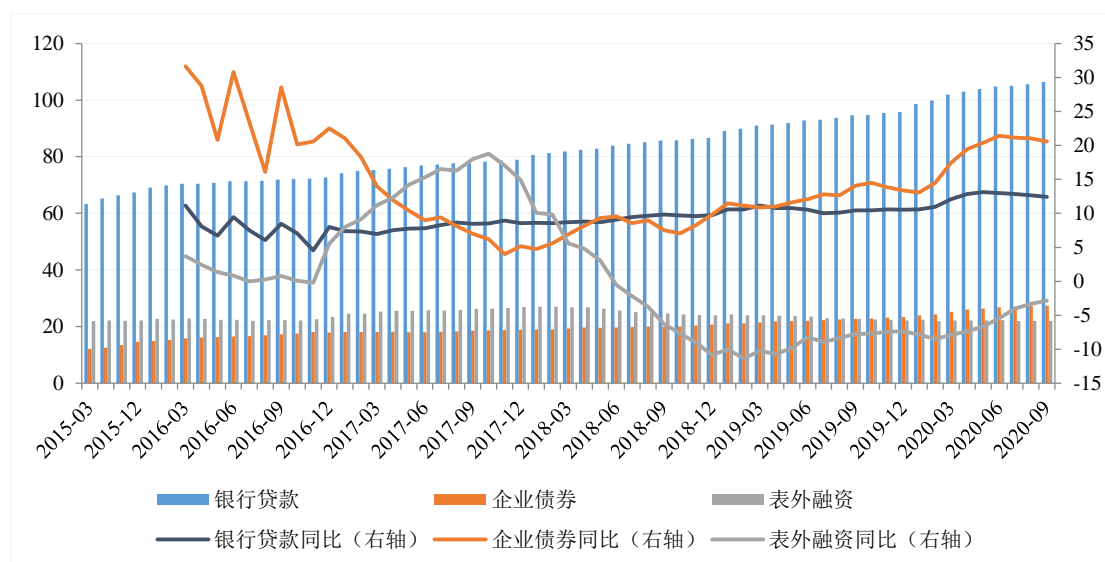


数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

2、企业贷款增速保持基本稳定，债券融资增速先降后升，表外融资增速先升后降。

如下图显示，企业部门银行贷款今年基本维持在 10% 左右的速度稳定增长，主要原因是在经济增长持续下行的压力下，信贷政策基本保持宽松。债券融资增速在 2017 年底之前呈连续下滑之势，从 2018 年开始至今波动上行，主要是受到支持企业债券融资的相关政策的促进，但其中 2018 年上半年和 2019 年 4 季度出现了两个较明显的增速下滑期，可能与信用风险多发有关。表外融资增速在 2017 年 9 月达到最高点后开始连续回落，于 2018 年 6 月进入负增长区间后继续快速下降，2019 年初触底（-11.36%）回升，降幅趋于收窄，2020 年以来降幅收窄速度有所加快，可能是资管新规实施过渡期延长，以及监管部门为对冲疫情的负面影响而放松监管的效果体现。

图 4：2015 年以来我国非金融企业部门三类信用增长情况（万亿元，%）



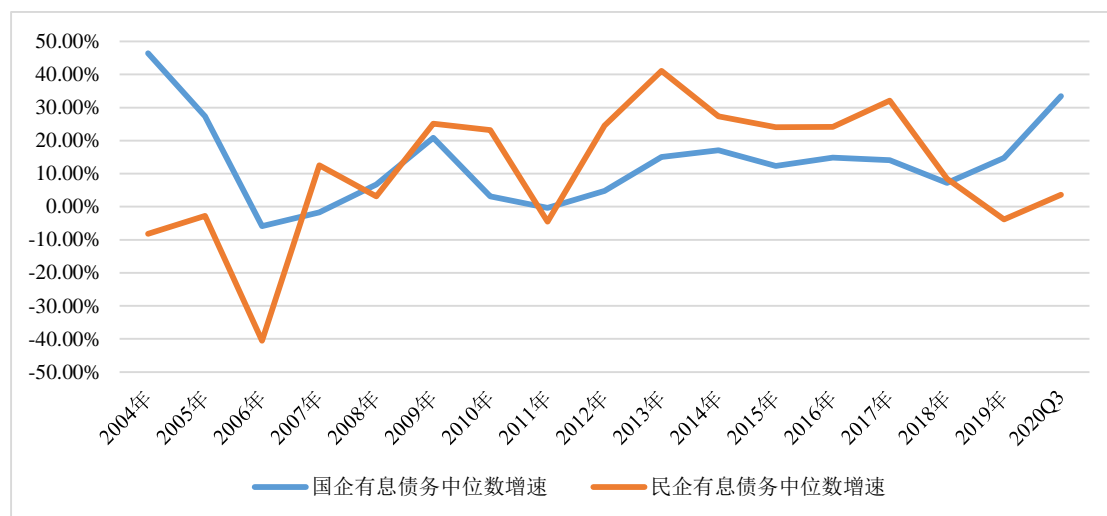
数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

3、民营企业信用扩张速度波动较大，2018 年以来出现收缩

我国以民营企业融资难融资贵问题长期存在。由于缺乏民营企业银行贷款、表外融资的公开数据，我们以发债企业有息债务数据，考察发债企业包括银行贷款、表外融资在内的总体债务增长情况。考虑到发债企业仅为非金融企业的一部分，而且历年样本存在变化，我们利用 wind 数据发债企业有息债务的中位数为指标，对国有企业和民营企业进行统计分析，可以看到国有企业信用量总体上处于稳定扩张状态，2019 年开始扩张速度加快，而民营企业信用扩张速度从 2014 年以来处于下降态势，其中 2018-2019 年持续快速下降，主要是受去杠杆政策的

影响最大。

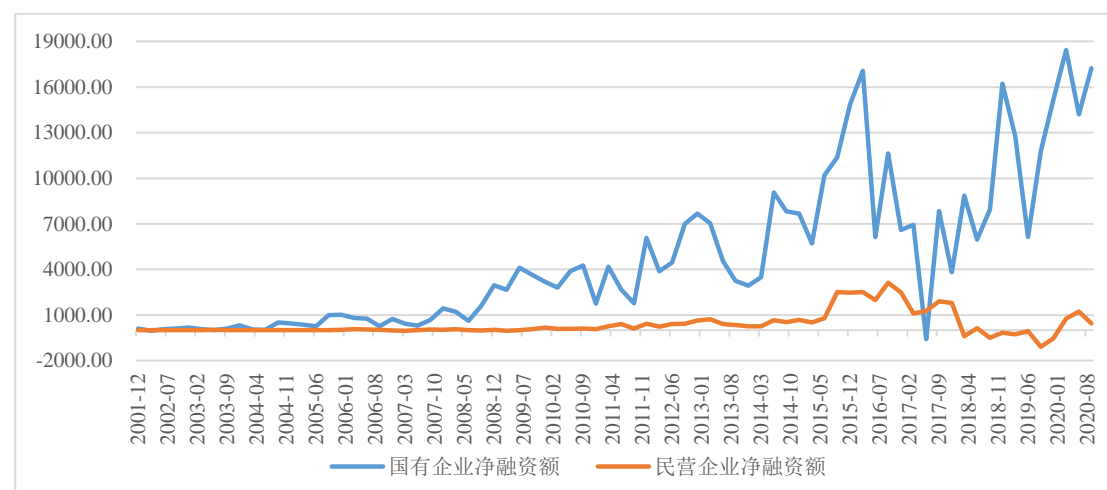
图 5：2005 年以来非金融企业有息债务增长情况（%）



数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

民营企业债券融资情况也反映了上述问题。如下图所示，2015 年 2 季度之前，民营企业债券净融资一直在低位徘徊，2015 年 3 季度开始增加，到 2016 年 3 季度总体保持较高位（1500-2000 亿元左右），2016 年 4 季度开始快速回落，2018-2019 年各季度民营企业债券净融资额为负数。2020 年上半年转正，下半年再次转为负数。反观国有企业债券净融资情况，仅在 2017 年上半年出现两个季度净融资额为负数，其余季度净融资额为正值且呈现波动增长之势。两相比较，民营企业和国有企业在债券市场的融资差距十分明显，可见与国有企业相比，民营企业信用扩张波动较大，甚至存在阶段性收缩。

图 6：2006 年以来国有企业和民营企业债券市场净融资额（亿元）



数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

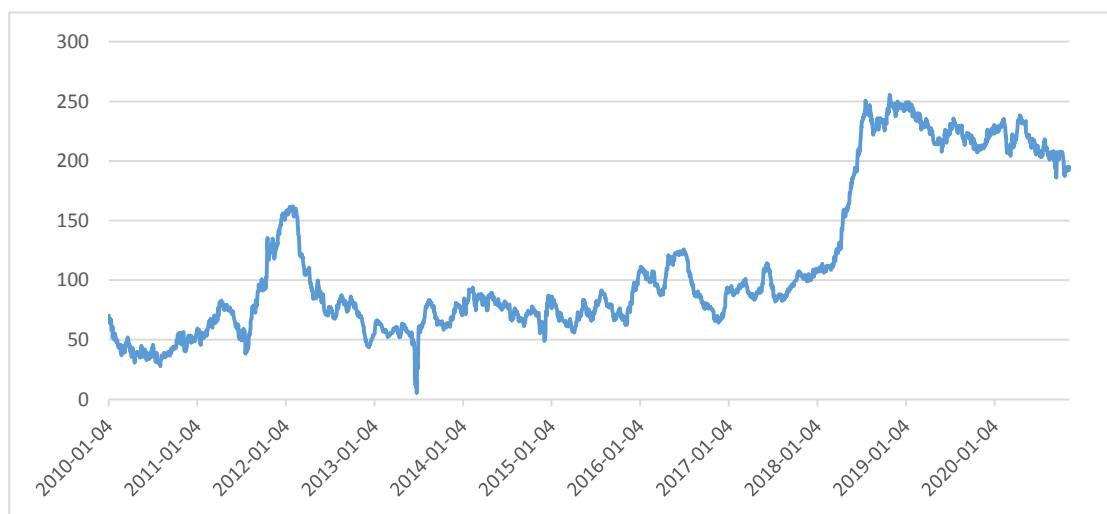
2018 年和 2019 年债券市场违约高发以及以民企为主的表现形式，实质是在去杠杆大政策之下信用结构内部分化的表现，民企在总体债务、债券市场、表外融资等方面收缩严重，是这轮以民企为主违约潮的外部大环境。在整体信用环境宽松的环境之下，个体违约规律和表现与宏观经济及政策的相关度相对较弱，在信用环境收紧的大背景下，违约规律呈现局部性特征，而不是点状个体表现，这也是研究宏观之于信用风险预判的意义之所在。

四、我国企业部门信用质量的历史变动情况

1、企业债券利差扩大和信用规模的结构性收缩期间，信用质量明显下降

产业债信用利差在 2018 年之前总体处于小幅波动状态，2018 年上半年快速走扩，债券市场信用质量趋于劣化。从 2010 年以来 AAA 级与 AA 级产业债信用利差中位数的长期走势可以看到，产业债利差走势的周期性并不明显。具体来看，2010 年底至 2013 年底，产业债利差走势完成一个从谷底到谷底的完整周期，主要受货币金融政策从宽松到收紧转化的影响，信用质量一度有所劣化，但由于当时奉行刚性兑付，市场表现并不明显。2014-2016 年，信用利差上升，信用质量有所下降。2018 年上半年随着去杠杆进程推进，信用利差快速走扩，债券市场信用质量趋于劣化，债券市场信用风险总体处于较高区间。

图 7：2010 年以来我国产业债信用利差（AAA-AA，中位数）走势（BP）

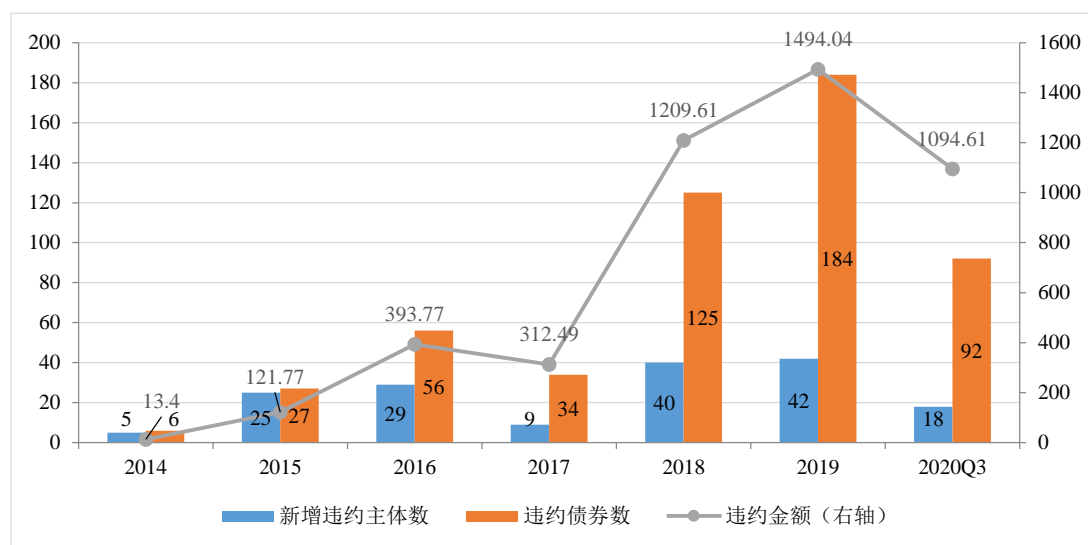


数据来源：联合资信根据 wind 数据计算

债券市场信用风险爆发主要集中在 2018-2019 年，2020 年有所回落。如下图

所示，2014-2016 年，每年新增违约主体家数、违约债券只数及违约金额急剧上升，主要是信用资质较差的发债主体，在失去刚性兑付的保护之后，信用风险集中释放。2017 年虽然违约金额保持较高水平，但违约主体数和违约债券期数均有大幅下降，信用质量有所回升。2018-2019 年在表外融资收缩的影响下，以民营企业为主的发债主体大幅增加，违约债券数和违约金额出现大幅上升。2020 年前三季度较上年同期有所下降，全年估计较上年有所回落。

图 8：1981 年以来中国债券违约率变动情况（%）

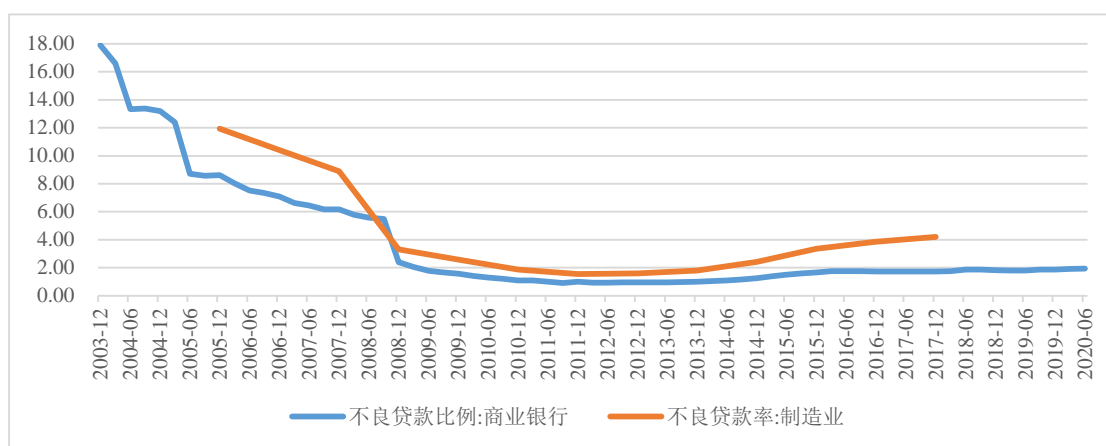


数据来源：联合资信根据 wind 数据整理计算

2、受经济增速持续下滑影响，企业部门信贷质量趋于下降

2003-2011 年，我国贷款不良率总体呈下降趋势，2012 年以来，贷款不良率持续缓慢回升。总体看，2003-2011 年，我国银行贷款不良率呈下降趋势。其中 2003-2009 年 1 季度我国银行贷款不良率快速大幅下降，从期初的 18%到期末的 2%，主要原因是四大资产管理公司成立以后逐步剥离了 1.4 万亿元的不良贷款。随后继续缓慢下降，到 2011 年 3 季度下降至历史低点 0.9%。此后随着 GDP 增速从 8%以上持续回落，企业经济效益一路下滑，银行贷款不良率进入持续缓慢回升通道，2020 年 6 月末达到 2%以上，银行贷款信用风险有所上升。从制造业不良贷款率看，仅在有统计数据的 2013-2016 年，就上升了 2 个百分点以上，反映出剔除房地产和城投企业之后，企业部门信贷质量的下降更为明显。

图 9：2003 年以来我国银行贷款不良率变化情况（%）



数据来源：wind

由于我国长期维持债务的刚性兑付，信用质量问题长期被隐藏。2014 年打破刚性兑付之后，信用风险开始暴露，在 2018-2019 年出现债券违约高潮。数据显示，截止 2020 年 9 月末，在发生债券违约的 168 家发行主体中，民营企业为 125 家，占比 74.4%，主要原因在于我国企业部门信用总量的结构性特征，民营企业信用扩张在监管影响下放缓甚至有所收缩。

五、当前我国企业部门信用周期的位置及趋势

1、当前企业部门信用扩张速度处于历史较低水平，杠杆率创历史新高，信用质量总体维持稳

2020 年以来，为对冲新冠疫情的负面影响，货币金融政策加大对企业部门支持，稳健的货币政策更加适度灵活，保持市场流动性充裕、下调贷款利率³、设立贷款延期还本付息支持工具和信用贷款支持工具等结构性货币政策工具，企业融资环境较为宽松。同时积极的财政政策更加积极有为，实施了大规模税费减免及延期缴费等政策，大幅减轻了企业负担，企业部门信用快速扩张，但扩张速度处于历史较低水平。如图 1 所示，2020 年 9 月底，企业部门信用量达到 156.32 万亿元，同比增长 11.27%，同时也快速推升了杠杆率。根据我们的估算，我国企业部门 9 月末的宏观杠杆率约为 156.1%，较上年末提高了约 12 个百分点，创

³ LPR 于 2 月和 4 月两次下调，一年期共下调 30 个基点，五年期以上共下调 15 个基点。

历史新高位。尽管面临较为严峻的挑战，但在以上宏观政策发挥积极作用，同时疫情得到较快控制、经济活动强劲恢复的支持下，企业部门总体上维持了较为稳定的流动性，并未出现大规模的债务违约及重大信用风险事件，信用质量总体稳定。同时需要看到，由于个别行业债务负担过重，同时融资受到政策限制，成为前三季度信用风险的主要来源，如房地产等行业债券违约规模较大，尤其是国有企业债券违约事件有所增加，需要引起注意。

2、未来违约将会向资金自我平衡能力弱、过分依赖外部融资的高杠杆、弱资质的国企转移，刚兑打破之后将会打破各种信仰，市场出清的广度和深度有可能超出预期。

未来随着经济增长全面恢复正常，企业经济效益改善、居民和政府收入提高，对冲疫情影响的特殊政策将陆续退出，货币政策将趋于常态化；同时受社融增速基本上与名义 GDP 增速相一致，以及宏观杠杆率高企的约束，跨周期看，未来非金融企业部门信用量增速将处于历史较低水平，这意味着未来信用条件总体将处于较紧状态。在上一波民企信用风险已经较大规模出清的情况下，未来违约将会向资金自我平衡能力弱、过分依赖外部融资的高杠杆、弱资质的国企转移，刚兑打破之后将会打破各种信仰，市场出清的广度和深度有可能超出预期。