

宏观经济信用观察

(二零二二年半年报)

经济下行压力显著增大 稳增长政策需持续发力

摘要:

主要经济指标 单位: %

指标名称	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
GDP (万亿)	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 同比增速	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80	0.40
工业增加值	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50	3.40
固定资产投资	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30	6.10
房地产投资	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70	-5.40
基建投资	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50	7.10
制造业投资	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40
消费	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70
出口增速	38.51	32.88	29.86	15.80	14.20
进口增速	36.82	32.53	30.05	10.00	5.70
CPI 增速	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 增速	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
调查失业率	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
社融存量增速	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80

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.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速, 基建投资不含电力; 3.出口、进口增速均以美元计价; 4.调查失业率、社融存量增速为期末值; 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、中国人民银行、Wind, 联合资信整理

- 2022 年上半年, 国际形势更趋复杂严峻, 国内疫情多发散发, 经济下行压力逐季加大。基建投资、制造业投资和出口对经济形成了一定的支撑; 房地产投资、消费和服务业等相关指标同比有所下降。整体来看, 实现全年 5.50% 左右预期增速目标难度明显加大, 稳增长政策还需持续发力。
- 2022 年上半年, 积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力, 推动社融总量显著扩张, 但信贷结构欠佳表明实体经济融资需求依旧偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场操作保持了市场流动性的合理充裕, 二季度受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润及财政部加快增值税留抵退税进度等因素影响, 市场流动性较为宽松。同时, 央行进一步完善市场化利率形成和传导机制, 推动企业综合融资成本显著下降。
- 行业方面, 上半年房地产基本面处于深度调整阶段, 行业风险持续释放, 境内外债券违约、展期事件频发, 5、6 月销售数据出现改善, 但资金面压力仍然较大, 信用风险值得关注; 还需警惕房地产行业风险向建筑、城投以及银行等行业的传导; 汽车供需两端以及成本压力均较大, 复工复产、政策支持推动汽车产销恢复, 但部分中小企业面临的资金周转压力仍然较大。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

刘东坡 liudp@lhratings.com

马顺福 masf@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

2022 年上半年，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力逐季加大。经初步核算，上半年国内生产总值 56.26 万亿元，不变价同比增长 2.50%。二季度 GDP 同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。4 月受疫情冲击经济大幅走弱，而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，5 月经济展现出逐步企稳势头，6 月多项经济数据继续改善。

图 1. GDP 当季同比增速（不变价）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 2. GDP 当季环比增速（季调）



上半年，房地产投资、消费和服务业等相关指标同比有所下降，基建投资、制造业投资和出口对经济形成一定的支撑。工业、服务业生产、消费等主要经济指标呈现以 4 月为底部的反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标难度明显加大。

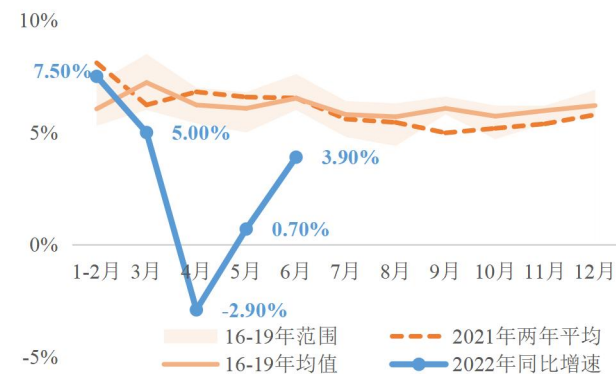
1. 生产端：工业经济企稳恢复，服务业生产降幅有所收窄

工业经济企稳恢复。2022 年上半年，在一系列工业经济稳增长政策措施持续作用下，工业经济运行总体平稳，全国规模以上工业增加值同比增长 3.40%，1—2 月工业生产增长总体较为强劲，3—4 月全国疫情多点散发，部分地区疫情防控形势严峻，对工业生产短期造成较大冲击，4 月工业增加值同比增速转为下降；随着一系列稳经济大盘政策扎实推进落地显效，5—6 月工业生产恢复加快，二季度工业生产实现了正增长，工业经济呈企稳恢复态势。

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较快增长。制造业增加值上半年累计同比增长 2.80%，其中**电子设备、饮料、食品制造业**增加值实现较快增长，生活必需品供应保持充足稳定；**非金属矿、黑色金属、汽车制造、纺织**等行业增加值有所下降。在上半年工业

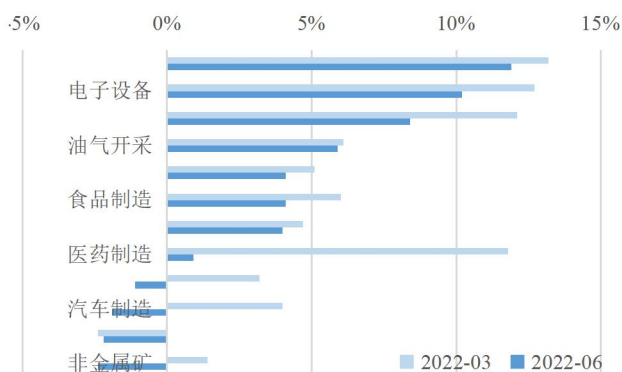
增加值同比下降的 4 个行业中，6 月汽车制造、黑色金属行业出现边际改善，行业增加值同比增速由负转正，特别是汽车产业链恢复明显加快，汽车制造业增加值同比增速由 5 月的下降 7% 转为大幅增长 16.20%；而纺织业和非金属矿行业 6 月增加值同比继续下降。

图 3. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 4. 主要行业增加值累计同比增速²



注：2021 年数据为两年平均增速

¹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 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

² 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。

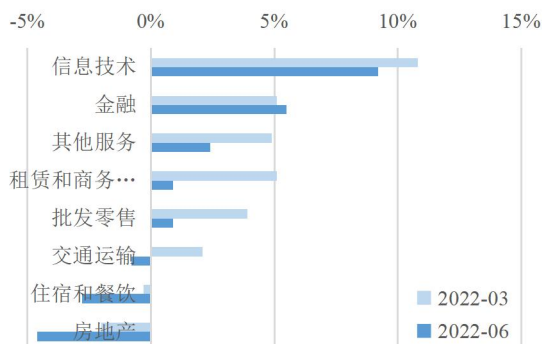
疫情对服务业生产造成较大冲击。经初步核算，上半年服务业增加值 30.49 万亿元，同比增长 1.80%；服务业生产指数同比下降 0.40%，6 月生产指数由负转正，同比增长 1.3%，恢复步伐边际加快。从行业来看，上半年信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增长超过 5%；而房地产、住宿和餐饮以及交通运输、仓储和邮政业增加值同比下降明显，主要是受疫情影响较大。值得关注的是，4 月以来受疫情影响，物流运输不畅，客运低位运行，交通运输行业受到较大冲击，行业增加值由一季度的增长转为下降，而房地产、住宿和餐饮业的同比降幅较一季度继续扩大。

图 5. 服务业生产指数当月同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

图 6. 上半年服务行业增加值同比增速³



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

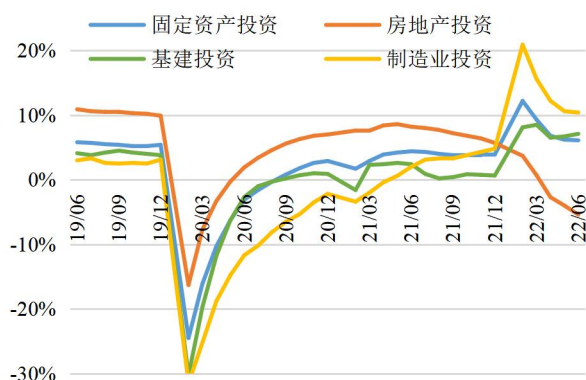
³ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

2. 需求端：需求端呈底部复苏态势，消费、房地产投资是主要拖累

固定资产投资增速小幅回落，房地产投资继续探底。2022年上半年，全国固定资产投资完成额（不含农户）27.14万亿元，同比增长6.10%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，**房地产开发投资持续探底**，1—6月房地产投资同比降幅扩大至5.40%，5、6月商品房销售面积与销售额同比降幅有所收窄，但销售的回暖尚未传导至投资端；**基建投资表现较为强势**，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**，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

图 7. 固定资产投资累计同比增速



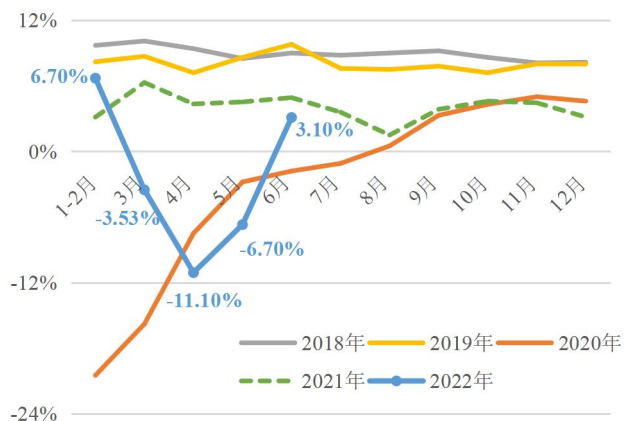
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表 1. 三大领域投资增速

三大领域	2022 年 1-6 月	2022 年 1-5 月	2021 年 1-6 月 两年平均
房地产	-5.40	-4.00	8.20
基建	7.10	6.70	2.40
制造业	10.40	10.60	2.00

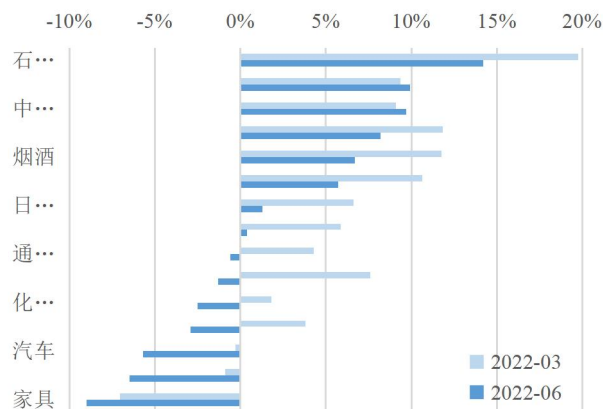
消费受疫情冲击同比下降。2022年上半年社会消费品零售总额（下称“社零”）21.04万亿元，同比下降0.70%，消费市场受疫情冲击较大。其中，上半年餐饮收入同比下降7.70%，餐饮恢复仍然较为缓慢。逐月来看，1—2月消费修复较快；3—5月受疫情影响社零当月同比连续3个月下降；6月随着全国疫情防控形势好转、促消费政策效应显现，消费市场加快恢复，社零同比增速转正。

图 8. 社零当月同比增速情况



注：2021年虚线数据为两年平均增速

图 9. 主要商品零售额累计同比增速情况

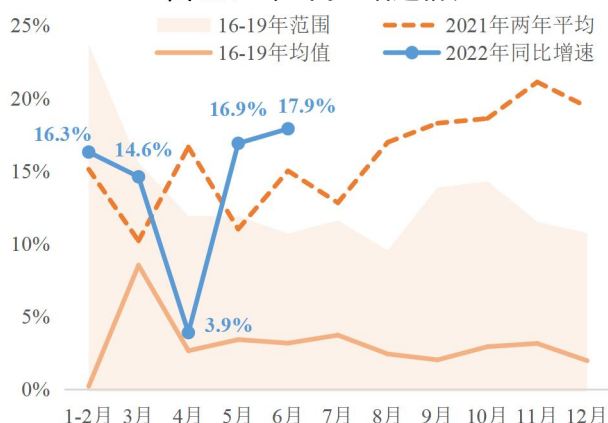


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

非生活必需品以及部分房地产链条商品销售承压。限额以上商品方面，上半年油价支撑石油及制品销售额同比涨幅较高；粮油、食品、中西药品、饮料以及烟酒销售额增长较快，生活必需品消费韧性显现；服装鞋帽、汽车、化妆品、金银珠宝等非生活必需品以及建筑及装潢材料和家具等房地产链条商品销售额同比有所下降。6月，汽车、办公用品、金银珠宝、化妆品等商品销售出现明显改善，零售额同比增速由负转正；而家具、建筑及装潢材料销售额同比仍继续下降，但降幅有所收窄。

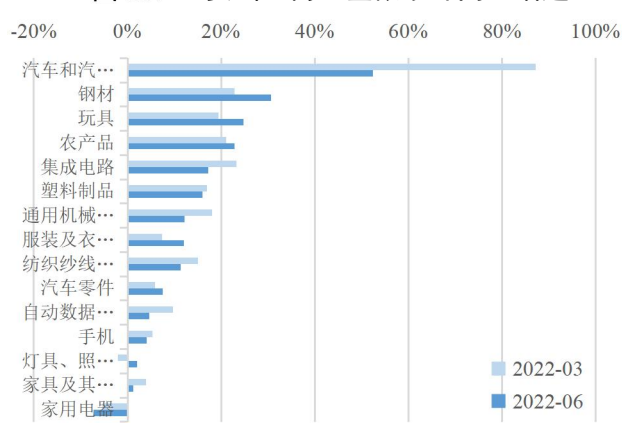
出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022年上半年，我国出口1.35万亿美元，进口3.08万亿美元，贸易顺差3854.40亿美元。上半年出口金额累计同比增长14.20%，除4月外各月均保持较快增长；6月出口同比增速进一步回升至17.90%，外需以及部分前期积压的出口订单是主要的支撑因素。主要出口商品方面，上半年汽车和汽车底盘、钢材、玩具和农产品等商品出口金额保持较快增长，同比增速超过20%；家用电器出口额同比持续下降。上半年出口整体保持较快增长，外需在短期内仍有一定韧性，但在严峻复杂的国际环境背景下，叠加上年高基数因素影响，未来出口增速整体或将趋于回落。

图 10. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图 11. 主要出口商品金额累计同比增速



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. 价格：生产者出厂价格涨幅持续回落，人民币对美元汇率呈“先强后弱”态势

CPI 同比前低后高。2022年上半年，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.70%。逐月来看，CPI同比前低后高，呈现上行态势。1—2月受国际大宗商品价格上涨和春节等因素影响，CPI环比涨幅扩大，同比涨幅均为0.90%；3—4月在国内疫情多点散发、国际能源价格持续高位等因素影响下，同比涨幅逐月扩大至2.10%；5—6月随着疫情防控形势向稳趋好，物流逐步恢复畅通，CPI环比分别为下降0.20%和持平，但受去年同期基数走低影响，同比涨幅继续扩大至2.5%。分项来看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降0.4%；受国际能源价格上涨影响，国内汽油、柴油、居民用煤、车用天然气等能源价格涨幅较大；疫情影响下服务消费需求偏弱，服务价格涨幅较一季度有所回落。

图 12. CPI 增长情况

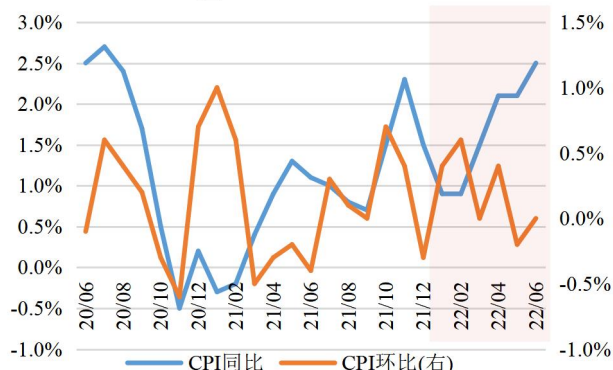
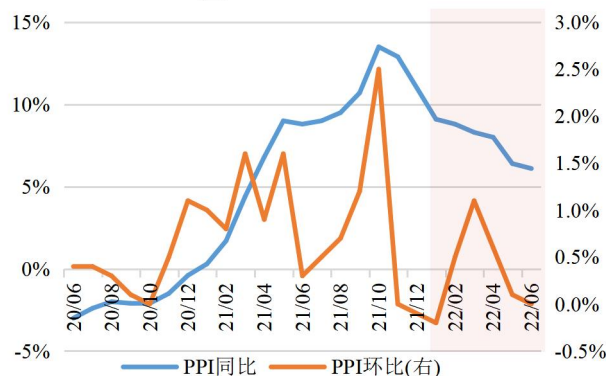


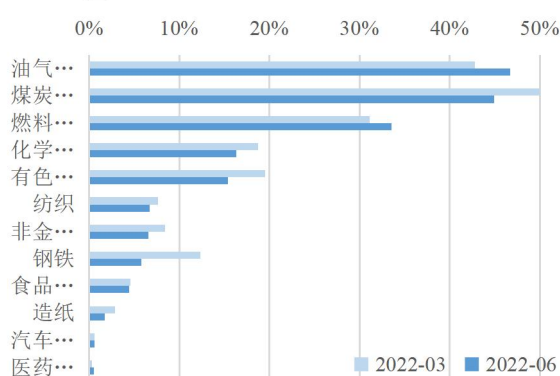
图 13. PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

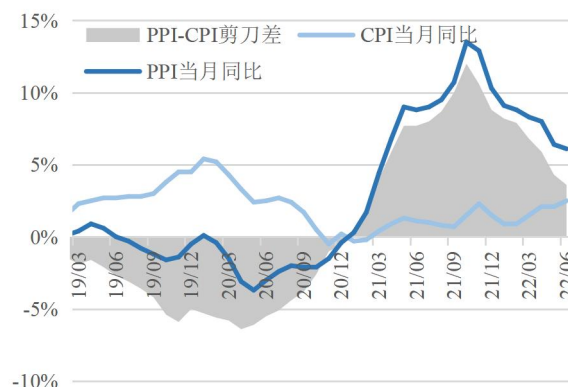
PPI 同比涨幅持续回落。2022 年上半年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 7.7%。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI 同比涨幅持续回落至 6.10%。生产资料价格涨幅高于生活资料，且生产资料价格涨幅随着产业链由上而下（采掘-原材料-加工工业）递减。从主要行业来看，输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大；随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，煤炭开采行业出厂价格同比增速较一季度有所回落；钢铁价格同比增速持续回落，或是受房地产链条需求疲弱影响，库存走高带动价格下行。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

图 14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 15. PPI-CPI 剪刀差情况



汇率方面，2022 年上半年人民币对美元即期汇率呈“先强后弱”态势，先后经历了“小幅震荡升值-持续快速贬值-窄幅震荡”三个阶段。年初至 2 月底，受益于我国经济稳定恢复、出口延续韧性、美元指数上行动力减弱及俄乌冲突爆发后人民币呈现一定避险属性，人民币对美元即期汇率小幅震荡升值。3 月初至 5 月中旬，受国内疫情冲击和海外需求回落影响，我国经济下行压力持续加大，叠加中美货币政策加速分化、美元指数不断攀升、中美利差持续收窄甚至倒挂，人民币对美元即期汇率持续快速贬值。5 月下旬至 6 月底，随着国内疫情防控形势稳中向好，国常会、全国稳住经济大盘电视电话会议部署加快稳经济

一揽子措施落地，我国经济呈现企稳复苏势头，加之美元指数触顶回落及中美经贸关系出现缓和迹象，人民币对美元即期汇率快速由贬转升，并维持窄幅震荡。

展望下半年，短期内中美货币政策料将继续分化，或致中美利差持续处于低位甚至倒挂，美元指数大概率维持高位震荡态势，人民币对美元汇率或将继续承压。但随着稳经济一揽子政策效果不断显现，我国经济复苏基础有望进一步夯实，助力人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

图 16. 人民币汇率走势

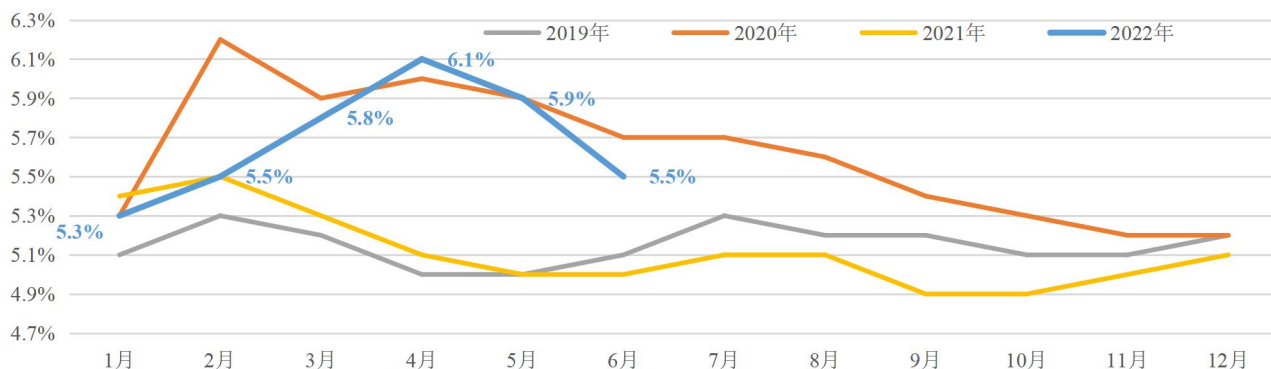


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：失业率高于上年同期水平，稳就业压力仍然较大

2022年上半年，全国城镇调查失业率均值为5.70%，高于上年同期0.50个百分点。逐月来看，1—2月，全国就业形势总体稳定，城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；3—4月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至4月的6.10%；5—6月以来疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率回落至6月的5.50%。

图 17. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

目前失业率仍高于上年同期水平，未来稳就业压力依然较大。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；二是前期疫情较为严重、持续时间较长的地区，调查失业率还没有恢复到往年水平，个别地区失业率波动仍然较大；三是随着毕业季的到来，高校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。

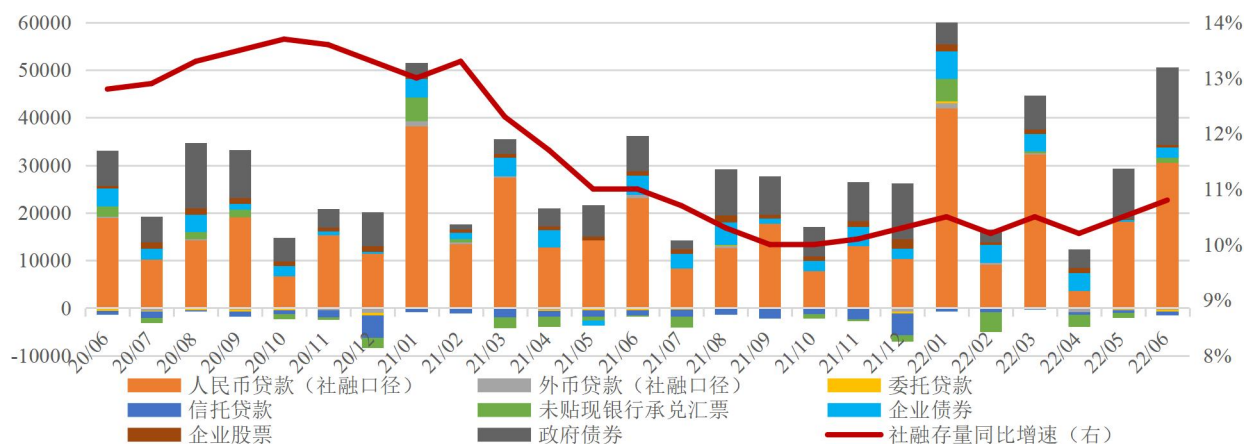
二、宏观信用环境

2022 年上半年，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量显著扩张，但信贷结构欠佳表明实体经济融资需求依旧偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场操作保持了市场流动性的合理充裕，二季度受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润及财政部加快增值税留抵退税进度等因素影响，市场流动性较为宽松。同时，央行进一步完善市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。

1. 社融总量显著扩张，信贷结构有待改善，企业债券融资结构分化

社融总量显著扩张，政府债券净融资和社融口径信贷是主要支撑因素。2022 年上半年新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.2 万亿元，其中 6 月份新增社融规模 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元；6 月末社融规模存量为 334.27 万亿元，同比增长 10.8%，增速较上月末高 0.3 个百分点。分项上看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.2 万亿元，社融口径人民币贷款同比多增 6329 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多增 3913 亿元，非金融企业股票融资同比多增 73 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑。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 1091 亿元、少减 3487 亿元、多减 1714 亿元，收缩态势有所放缓。展望下半年，为更好推动稳经济一揽子政策落地见效，积极的财政政策和稳健的货币政策料将继续加大实施力度，进一步提升内生增长动能和经济活力，支撑社融总量稳步扩张。

图 18. 社融存量增速和增量结构（亿元）

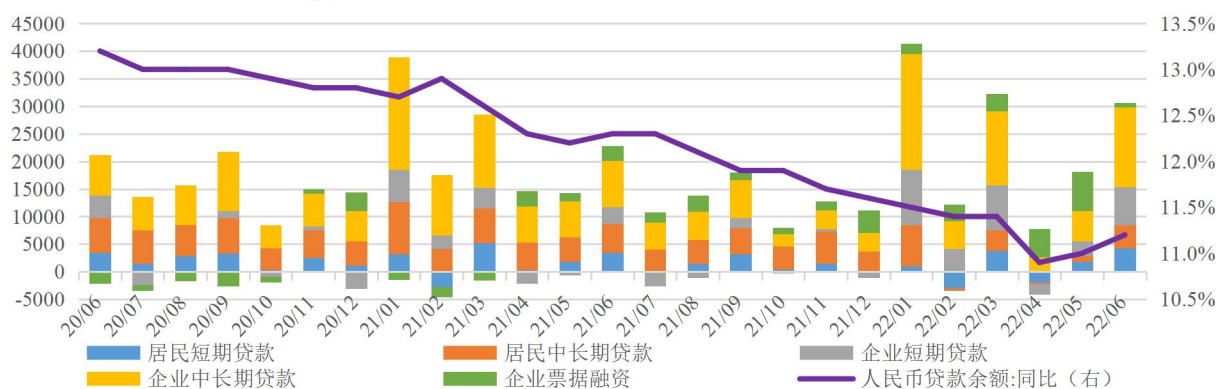


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量扩张但结构欠佳，实体经济融资需求依旧偏弱。2022 年上半年金融机构口径人民币贷款增加

13.68 万亿元，同比多增 9192 亿元，其中 6 月份金融机构口径人民币贷款增加 2.81 万亿元，同比多增 6867 亿元；6 月末金融机构口径人民币贷款余额 206.35 万亿元，同比增长 11.2%，增速比上月末高 0.2 个百分点。结构上看，上半年居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增 5291 亿元、少增 1.87 万亿元，反映出居民消费意愿和购房意愿依旧偏弱。企业短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多增 1.76 万亿元、少增 4000 亿元、多增 1.89 万亿元，贷款结构短期化特征明显，表明企业有效融资需求依旧偏弱。6 月份以来，随着国内疫情得到有效缓解，多地稳步推进复工复产，加之稳经济一揽子政策措施逐渐落地见效，实体经济融资需求明显好转，带动信贷结构显著改善。展望下半年，央行表示“适时灵活运用多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，预计将带动信贷结构逐步改善。

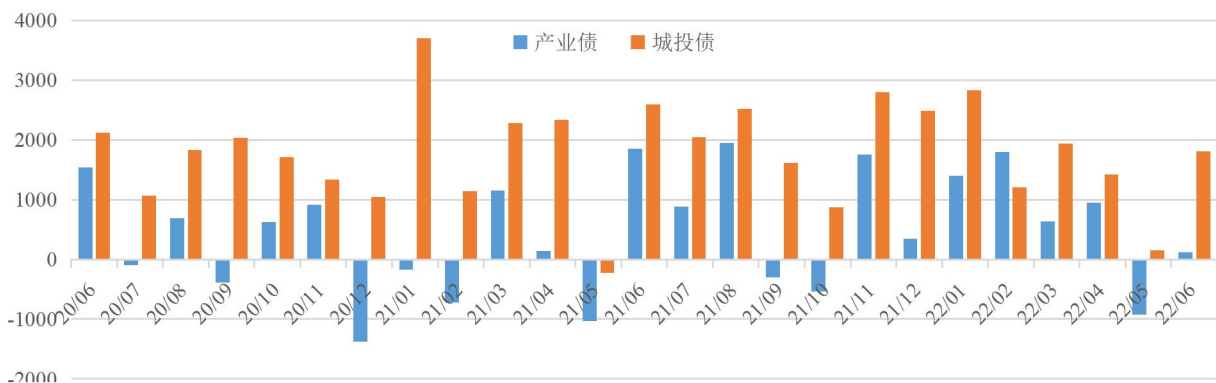
图 19. 当月金融机构新增人民币信贷结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

企业债券融资结构分化。从大类结构看，2022 年上半年产业债净融资额 3972.53 亿元，同比多增 2751.98 亿元，规模明显扩张；城投债净融资额 9345.55 亿元，同比少增 2459.69 亿元，扩张速度有所放缓。6 月份产业债和城投债净融资规模较 5 月有所改善，但较上年同期扩张速度仍有所放缓。从企业性质看，上半年国企债净融资额 3.05 万亿元，同比少增 1321.40 亿元，但 6 月份净融资规模扩张速度有所加快；民企债净融资额 134.29 亿元，去年同期为 -440.29 亿元，但 6 月份净融资规模由扩张转为收缩。从区域结构看，上半年广东、贵州、甘肃、重庆、青海、海南、内蒙古等 7 省市企业债券融资规模呈收缩态势，其中 6 月份广东、贵州、内蒙古企业债券融资规模收缩较为明显。

图 20. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

图 21. 国有企业净融资额（亿元）

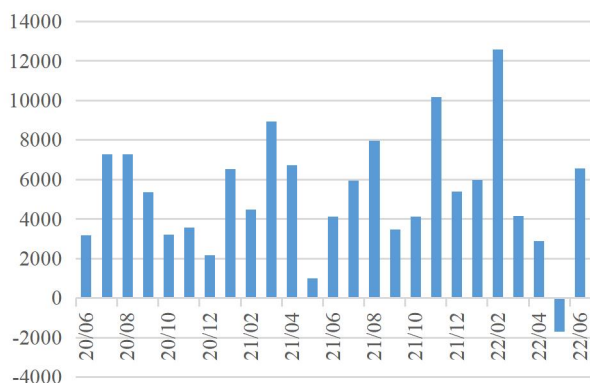
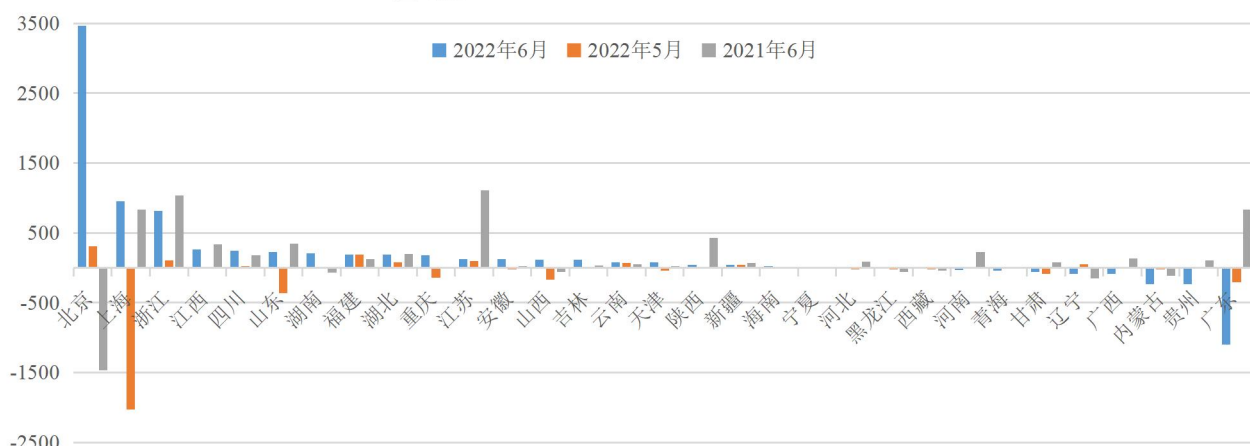


图 22. 民营企业净融资额（亿元）



图 23. 31 省市信用债净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 市场流动性总体偏松，企业综合融资成本显著下降

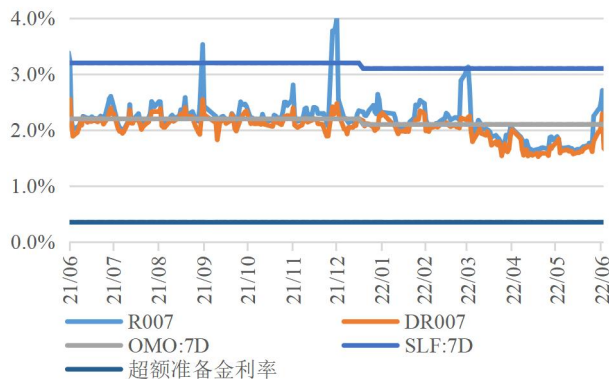
市场流动性总体偏松。一季度，央行通过灵活开展公开市场操作有效熨平了春节假期、财政收支及政府债发行等因素导致的短期资金面扰动，保持了银行体系流动性合理充裕，存款类金融机构 7 天质押式回购利率（DR007）等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。二季度，央行下调准备金率，向中央财政上缴结存利润，财政部加快增值税留抵退税进度，为市场提供流动性支持，但囿于实体经济融资需求偏弱，导致银行体系流动性较为宽松，带动 DR007 等短期市场利率明显下行，大幅低于政策利率中枢。

企业综合融资成本显著下降。上半年，央行下调 1 年期 MLF 和 7 天逆回购利率各 10 个基点，带动 1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 10 个和 20 个基点；指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本，推动降低实际贷款利率。受此影响，上半年公司债、企业债和中期票据加权发行利率明显下行。央行数据显示，今年 1—6 月企业贷款利率为 4.32%，同比下降 0.31 个百分点，创有统计以来的新低，其中 6 月份新发放企业贷款利率为 4.16%，比上年同期低 34 个基点⁴。展望下半年，央行表示将“合理搭配货币政策工具，保持流动性合理充裕，进一步推动金融机构降低企业融资成本”，预计当前较为宽

⁴见 2022 年 7 月 13 日人民银行网站《2022 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录》。

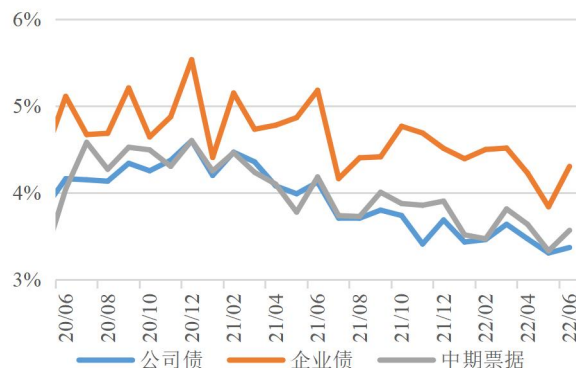
松的市场流动性将逐步回归合理充裕的常态水平，企业综合融资成本将继续稳中有降。

图 24. 市场资金利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 25. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境

2022 年一季度，受国内疫情多点散发、国际环境复杂性不确定加剧，我国经济下行压力有所加大，在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前⁵。二季度以来，受国内疫情冲击明显超预期、国际环境更趋复杂严峻影响，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断应对，出台稳经济一揽子政策措施，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，部署稳经济一揽子政策措施。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。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。

⁵ 限于篇幅，此处不再赘述一季度主要宏观政策，请参阅《疫情叠加外部局势冲击经济复苏进程，困难领域个别行业信用风险值得关注——宏观经济信用观察季报（2022 年 3 月）》。

2. 多措并举稳外贸稳外资，进一步提升对外开放水平

4月18日，人民银行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（下文简称“央行23条”），围绕优化外汇和跨境人民币业务办理提出7条政策举措，以促进外贸出口平稳发展。4月20日，税务总局、公安部、财政部等十部门联合印发《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》，围绕加大助企政策支持力度、提升退税办理便利程度、优化出口企业营商环境等3方面提出15条政策措施。5月5日国务院常务会议从5方面明确推动外贸保稳提质的措施，助力稳经济稳产业链供应链。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》，明确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》。6月8日国务院常务会议从4方面部署进一步稳外贸稳外资举措，提升对外开放水平。

3. 全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系

4月26日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。会议指出，基础设施是经济社会发展的重要支撑，全面加强基础设施建设，对保障国家安全，畅通国内大循环、促进国内国际双循环，扩大内需，推动高质量发展，都具有重大意义。会议对基础设施建设五大重点领域做出明确规定：一是加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，二是加强信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，三是加强城市基础设施建设，四是加强农业农村基础设施建设，五是加强国家安全基础设施建设。会议强调，要从建立重大基础设施建设协调机制、强化资源要素保障，拓宽长期资金筹措渠道、加大财政投入，推动PPP模式规范发展、阳光运行等方面强化基础设施建设支撑保障。此次会议将基建定位提升到前所未有的战略高度，并对其内涵及范围进行大幅深化拓展，标志着我国进入涵盖传统基建和新基建、统筹发展和安全的“大基建”时代，将为我国经济较长期维持中高速增长提供有力支撑。

4. 聚焦重点方向进一步盘活存量资产，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》，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。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》，在发起主体、回收资金用途等方面构建了有效的隔离机制，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。6月19日，发改委印发《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》，从建立协调机制、灵活采取多种方式盘活不同类型存量资产等8方面提出具体工作要求。7月7日，发改委印发《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》，从充分运用新购入项目机制推动基础设施REITs健康发展、合理简化新购入项目申报要求等6方面提出具体工作要求。

5. 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》的出台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，有力推进实现“双碳”目标。

6. 房地产调控政策持续放松，提振房地产市场信心

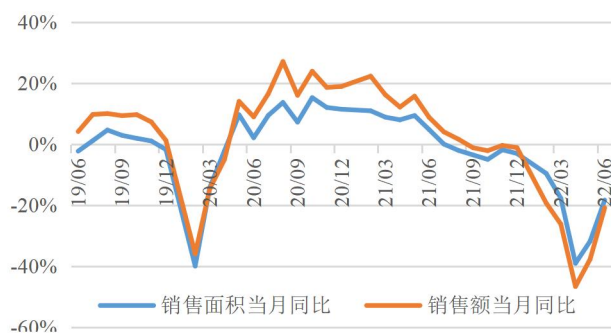
4月18日“央行23条”指出，因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。4月29日中共中央政治局会议强调，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。5月13日，银保监会印发《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》，提出探索房地产发展新模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。5月15日，人民银行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，明确各地根据辖区内房地产市场形势变化及政府调控要求自主确定个人住房贷款利率加点下限。

四、行业信用风险观察

1. 房地产基本面处于深度调整阶段，行业风险持续释放

2022年上半年房地产基本面整体处于深度调整阶段。2022年以来，多地适度放开限购限售、降低公积金使用门槛并提高公积金贷款额度、调降房贷利率、加快房贷审批节奏。在政策放松的背景下，5、6月房地产销售额同比降幅有所收窄，但降幅仍接近20%。而房地产投资端同比降幅持续扩大，房企的拿地能力以及意愿均不足，6月新开工面积同比下滑45.08%，表明房地产基本面仍处于深度调整阶段。

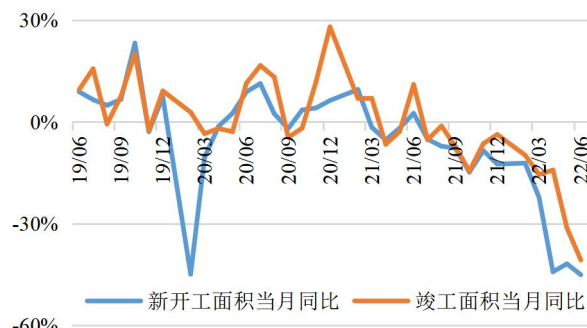
图 26. 房地产销售情况



注：2021 年数据为两年平均增速

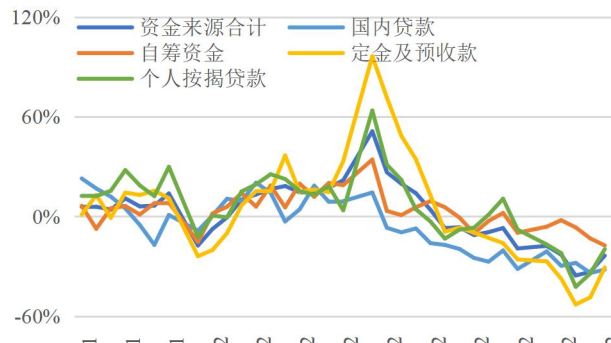
数据来源：Wind，联合资信整理

图 27. 房屋新开工、竣工情况



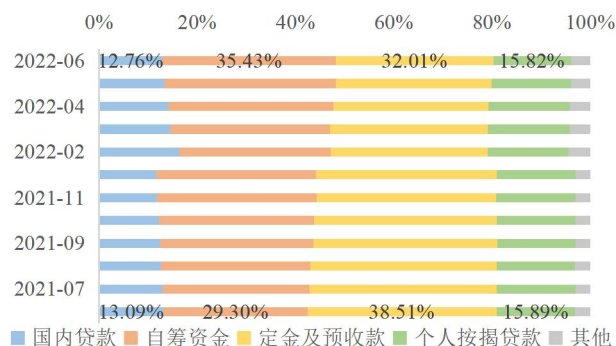
房企销售回款承压明显，资金链的脆弱性有所提高。从房地产资金面来看，上半年房地产企业到位资金 7.68 万亿元，同比下降 25.30%；6 月到位资金同比降幅收窄至 23.59%，资金面压力仍然较大。分项来看，上半年房地产销售疲弱使得定金及预收款以及个人按揭贷款处于深度负值区间，其中定金及预收款同比下降 37.90%；自筹资金超过定金及预收款成为房地产第一大资金来源，反映出目前在销售回款承压的情况下，房地产企业现金流更加依赖自筹资金，个体风险以及资金链的脆弱性有所提高。

图 28. 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 29. 房地产各项资金来源累计占比情况



上半年房地产行业风险持续释放，境内外债券违约、展期事件频发。2022 年上半年，在需求端、销售端以及融资端的多重压力下，房企信用风险持续暴露，三家房地产开发有限公司相继违约。同时，房企债券展期加速累积，纾解流动性困境的同时仍存较大的隐性风险。上半年共有 7 家房企发行人首次展期，涉及展期债券 18 期，展期规模 197.32 亿元，已远超去年全年的展期量（5 家、8 期、25.22 亿元），且展期主体中包含了多家头部百强房企。而在房企境内信用风险不断释放的同时，境外中资美元债也迎来历史违约高峰，境内外联动风险加剧。上半年共有 25 家房企企业中资美元债发生违约，违约期数高达 54 期，涉及违约规模 195.62 亿元，已经超过去年全年数量（11 家、16 期 11 家、62.93 亿元）。

5、6 月部分重点城市解除封控，购房场景以及需求端有所恢复；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，房地产销售数据出现回暖。但近期涉房风险事件对于居民购房情绪、金融机构和房企的信心和预期恢复造成了一定影响，行业仍处在调整阶段，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. 需警惕房地产行业风险向建筑、城投以及银行等行业的传导

在房地产市场深度调整的背景下，还需警惕房地产行业风险向建筑、城投以及银行等行业的传导。

建筑行业方面，虽然 2022 年在稳投资政策下，基建投资有望持续发力，对建筑行业需求端或将形成一定的支撑，但近年来建筑行业整体下行压力较大，**房地产对建筑行业的拖累值得关注，特别是偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部建筑企业。**

城投行业方面，在房企资金紧张的情况下，其拿地能力和意愿均不高，地方政府土地出让收入显著下降，2022 年上半年地方政府性基金预算收入同比下降 28.40%，地方土地财政承压。由于上半年房企区域深耕现象更为明显，城市分化加剧，三四线城市土地财政压力尤为凸显。由于城投项目回款以及外部支持力度受地方财政的影响较大，**还需关注房地产行业风险向城投行业的传导，特别是土地财政依赖度较高的区域。**

银行业方面，6 月底以来，因楼盘停工、烂尾引发的停贷事件在多地发酵，中国银行、工商银行、交通银行、中信银行等多家银行表示，涉及“保交楼”风险的业务规模较小，个人住房贷款业务总体风险可控。同时，政策层面也提出银行要尽力配合推动“保交楼”工作，主动承担社会责任，参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付。在房地产行业风险持续释放的背景下，停工缓建、延期交付楼盘的数量及范围有可能继续扩大，银行面临的风险敞口或许会加大，**后续还需持续关注涉及交付风险较大项目以及涉房贷不良率明显提升的银行。**

3. 汽车供需两端以及成本压力均较大，部分中小企业面临的资金周转压力仍然较大

上半年汽车产业供需两端以及成本压力均较大。2022 年上半年，乘用车市场累计零售 925 万辆，同比下降 7.20%，同比减少 71.50 万辆，其中 3—5 月同比减少 103.10 万辆，受疫情影响较大。供给端，受多地爆发的新一轮疫情影响，长春、上海两个汽车产业重地的疫情尤为严峻，整车及零部件厂商停工停产，且电池、芯片、汽车零部件等原材料供应紧张，对汽车产能扩张产生抑制作用；需求端，疫情防控对于汽车的线下销售影响也较大，供给不足导致产品交付周期延长、部分汽车价格上调以及油价上涨等因素也对汽车销售造成抑制；成本端，电池等主要原材料价格有所上涨，汽车制造的成本压力仍存，尤其是对中小厂商盈利能力产生的负面影响较大。

5、6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，6月汽车的生产和销售已经出现大幅改善，未来各地出台的一系列汽车刺激消费政策将继续推动汽车产销增长。但是，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，加大资金周转压力，特别需要关注中小型企业。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资金周转压力，短期内收入及现金流压力较大，信用风险值得关注。

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.