

经济增速逐步回归自然增长率 宽信用重启尚待观察

2021.09



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

经济增速逐步回归自然增长率 宽信用重启尚待观察

联合资信 宏观研究部

一、经济增速逐渐向自然增长率回归

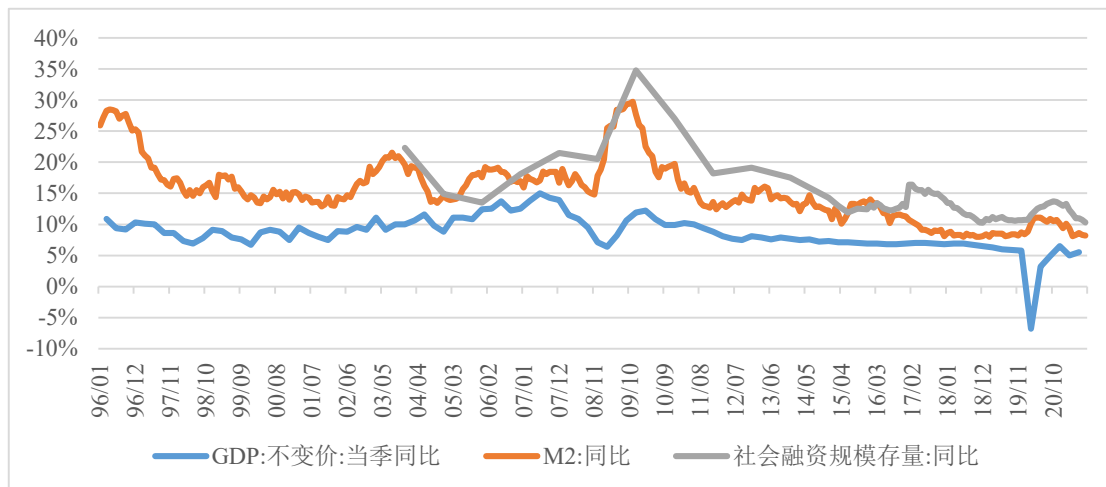
2021 年上半年，我国实际 GDP 同比增长 12.7%；两年平均增长 5.3%，增速比一季度提高 0.3 个百分点，经济增速继续向自然增长水平靠拢。从增长动力看，出口持续高增长和制造业投资大幅回升是支撑上半年经济稳定复苏的主导力量。1-6 月制造业投资同比增长 19.2%，两年平均增长 2.0%，一季度为下降 2.0%。出口维持较强韧性，1-6 月累计出口 15183.6 亿美元，同比增长 38.6%。

但是 7 月以来，受到疫情和汛情等因素冲击，叠加房地产调控升级、金融政策收紧，经济金融数据全面回落，消费、投资、出口三驾马车全面放缓，经济下行压力加大。8 月经济金融数据继续印证经济走弱态势：社会消费品零售总额增速大幅回落，固定资产投资和房地产投资增速不断走低，规模以上工业增加值增长幅度继续收窄；制造业 PMI 指数连续五个月回落，供需两端均出现回落；通胀剪刀差再创历史新高，上下游企业利润分化加剧；社融增速继续下行，实体经济融资需求仍然偏弱。尽管 8 月出口超预期回暖，但主要是由于疫情反弹使得欧美国家的订单大量转移到我国，随着疫情逐步好转，预计出口韧性将有所转弱。综上所述，经济下行压力依然较大，经济增速放缓风险犹存。

二、信用扩张带动实体经济复苏

从历史数据看，信用（M2、社融存量）与实体经济具有较强的相关性。2008 年国际金融危机爆发后，为应对危机冲击，我国于 2008 年底启动四万亿一揽子经济刺激计划，信用总量快速扩张；2020 年初新冠肺炎疫情全面爆发后，为应对疫情冲击我国实施了积极的财政政策和稳健的货币政策，信用总量再次快速扩张。从实际效果看，这两次信用扩张均有力带动了实体经济的复苏。

图1 GDP 增速、M2 增速、社融存量增速走势



数据来源：Wind，联合资信整理

2021 年三季度以来，我国先后出台多项措施以应对不断加大的经济下行压力。7 月初央行全面降准，为市场提供流动性支持。7 月底政治局会议和 8 月央行金融机构货币信贷形势分析座谈会均强调要“保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”。9 月 9 日，央行宣布新增 3000 亿元支小再贷款额度，加大对中小微企业纾困帮扶力度，结构性宽信用趋势确立。但是，**总体看宽信用格局尚未真正形成**，主要是由于实体经济融资需求持续偏弱。一方面，房地产调控政策不断趋严导致居民部门的贷款需求特别是中长期贷款需求大幅回落；另一方面，制造业景气度不断回落，叠加上下游分化的经济结构性问题，导致企业部门融资需求持续走弱。后续看，上述制约因素短期内或较难明显改善，因此**宽信用重启尚待观察**。

三、相关行业信用风险展望

当前社融、信贷和 M2 增速仍然下行，新的信用周期开启时间尚待观察，短期内信用周期或将继续处于收紧阶段，尤其是房地产业严格落实“三条红线”融资限制，以及城投平台执行 15 号文件下的进一步融资收紧政策。同时，市场需求疲弱，大宗商品及原材料价格过快上涨，导致企业经营困难，盈利能力有所下降。在此背景下，企业信用风险总体上处于较高位置，尤其是房地产开发企业及部分高负债弱资质城投的信用风险或将进一步暴露。

房地产开发行业信用风险或将持续暴露。2021 年初华夏幸福债券违约成为房地产行业信用风险的起点，随后天津房地产集团、四川蓝光发展等房地产企业相继违约，近来恒大地产、宝能地产非标违约等情况，显示地产行业信用状况恶化状况进一步蔓延。展望未来，一是房地产企业面临较大的到期偿债压力，而其融资环境继续收紧。今年以来，房地产企业债券净融资为负，三、四季度债券总偿还量居高不下（分别为 2052 亿元和 1144 亿元）。在房企债券发行量下降，银行贷款增速连创新低（截至 7 月末，房地产贷款增速创 8 年新低），信托等非标融资持续压缩且利率上升的情况下，借新还旧难度加大。二是居民购房贷款政策收紧、利率上调，颁布限价、限跌政策的地方增加，抑制居民购房需求，使房地产开发企业销售回款困难，现金流趋于紧张。在上述因素综合作用下，房地产行业信用风险或将持续暴露。

城投公司融资环境进一步收紧，高负债弱资质城投债券违约风险增大。2021 年以来城投公司融资监管政策陆续出台，旨在化解地方政府隐性债务，严控地方政府债务风险，同时规范城投公司融资，对区域债务水平较高及弱资质的城投公司过度融资进行限制。2021 年 7 月，银保监会印发《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》（银保监发[2021]15 号），提出持续做好常态化金融风险防范化解工作，强化对城投平台融资行为的规范和债务规模的压降力度，这使高债务弱资质（地方经济发展水平及政府财力较差）的城投公司融资更加困难，融资成本进一步走高。截至 9 月 15 日，今年已有 27 家城投主体评级（包含评级展望）被下调，相比去年同期增加一倍多，表现出市场对城投行业信用质量下降的担忧。但是，地方政府债务管理主体责任不断压实，今年以来多地成立信用稳定基金以及化债用途再融资债券的发行，均体现了监管当局守住不发生区域性系统性金融风险的底线，因此城投行业信用风险大规模暴露的可能性较低。