

# 宏观经济信用观察

(二零二二年二月月报)

## 俄乌冲突推升石油价格 关注石油下游行业风险

主要经济指标

单位: %

摘要:

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年 2月
GDP (万亿)	98.65	101.36	114.37	-
GDP 增速	6.00	2.20	8.10 (5.11)	-
工业增加值	5.70	2.80	9.60 (6.15)	7.50
固定资产投资增速	5.40	2.90	4.90 (3.90)	12.20
房地产投资	9.90	7.00	4.40 (5.69)	3.70
基建投资	3.80	0.90	0.40 (0.65)	8.10
制造业投资	3.10	-2.20	13.50 (4.80)	20.90
社会消费品零售 总额增速	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	6.70
出口增速	0.51	3.62	29.90	16.30
进口增速	-2.68	-0.60	30.10	15.50
CPI 增速	2.90	2.50	0.90	0.90
PPI 增速	-0.30	-1.80	8.10	8.80
社融存量增速	10.69	13.30	10.30	10.20

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速为实际增长率; 4. 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; 6. 2022 年数据中, 工业增加值、固定资产投资、社零以及进出口增速为 1-2 月累计同比增速, CPI 以及 PPI 为 2 月同比增速

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、Wind, 联合资信整理

- 2022 年 1-2 月, 随着稳增长政策发力, 支持实体经济力度加大, 多项经济数据出现回暖迹象, 但基建、制造业投资和消费同比数据表现较好, 也源于上年同期低基数的支撑作用, 一定程度上高估了实际增长情况。
- 2 月社融不及市场预期, 社融增速转为下降, 3 月 MLF、LPR 利率均持平前值, 货币进一步宽松预期落空。但并不意味宽松的货币政策结束, 两会及会后的金融委会议多次强调“新增贷款要保持适度增长”。我们认为, 中央稳增长态度坚决, 2022 年社会信用环境整体较 2021 年进一步宽松。美联储加息对我国货币政策产生一定的掣肘, 但坚挺的人民币汇率一定程度可以缓冲美联储加息风险, 我国货币政策依然存在空间。
- 行业方面, 国际油价飙升, 石油产业链的中下游行业成本承压, 信用风险值得关注; 疫情、原材料上涨以及供应链紧张使得汽车产销的不确定性增加, 新能源车企涨价潮或将加速行业分化格局, 成本管控能力、资金实力较弱的尾部企业风险上升; 房地产投资持续探底, 在政策环境改善的背景下, 房企资金面有望边际改善, 但政策效果显现还需时间, 短期内资金面压力依然较大, 行业信用风险或将持续释放。

联合资信宏观研究部

赵鹏程 [zhaopc@lhratings.com](mailto:zhaopc@lhratings.com) 010-85172818-8092

王信鑫 [wangxx@lhratings.com](mailto:wangxx@lhratings.com) 010-85172818-8106

吴玥 [wuyue@lhratings.com](mailto:wuyue@lhratings.com) 010-85172818-8118

[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)



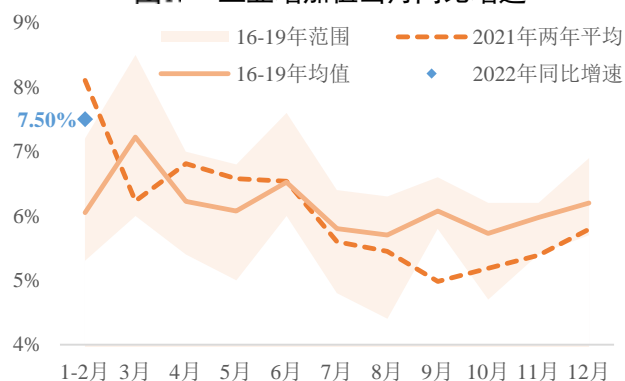
## 一、宏观经济与行业运行情况

2022年1-2月，随着稳增长政策发力，支持实体经济的力度加大，多项经济数据出现回暖迹象，但基建、制造业投资和消费同比数据表现较好，也源于上年同期低基数的支撑作用，一定程度上高估了实际增长情况。生产端，1-2月工业增加值延续四季度以来的回升态势，生产较为强劲。需求端，基建、制造业投资带动固定资产投资向上修复，地产投资继续探底；消费修复有所加快；出口仍保持高景气度。价格方面，输入型通胀压力抬升，中下游行业信用风险值得关注。当前，工业、出口等强势指标面临的不确定性因素仍较多，俄乌局势紧张，国际原油和有色等大宗商品价格快速上涨，通胀压力上升，且3月新一轮大规模扩散的疫情制约消费的进一步复苏，对工业生产等其他方面的负面影响还有待观察，**未来经济增长压力仍然较大。**

### 1. 生产端：消费品制造业生产回升，钢铁行业产能承压

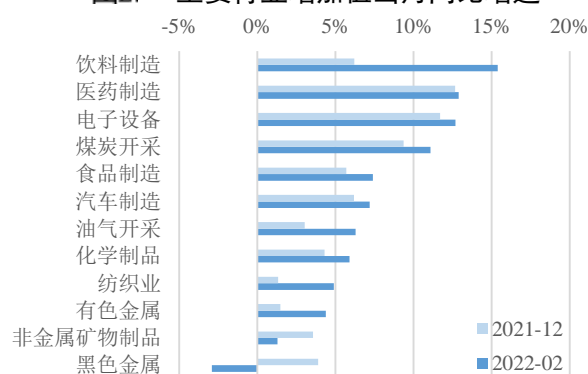
工业生产延续小幅回升态势，总体较为强劲。2022年1-2月，受益于振作工业经济运行、推动工业高质量发展系列政策措施加快落地，工业企业节后有序复工复产，我国规模以上工业增加值同比增长7.50%，较上月有所加快，延续四季度以来的回升态势。从季节性水平来看，2022年1-2月工业增加值同比增速高于疫情前2016-2019年同期水平，虽不及2021年同期两年平均增速<sup>1</sup>水平，但2021年初主要是就地过年政策提振了工业生产表现，存在一定高基数影响，所以今年1-2月工业生产增长总体较为强劲。

图1. 工业增加值当月同比增速



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>



注：2021年数据为两年平均增速，2022-02数据为1-2月值

1-2月多数行业增加值增长较上月有所加快。具体来看，受春节假期需求增加、企业积极备货等因素

<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。

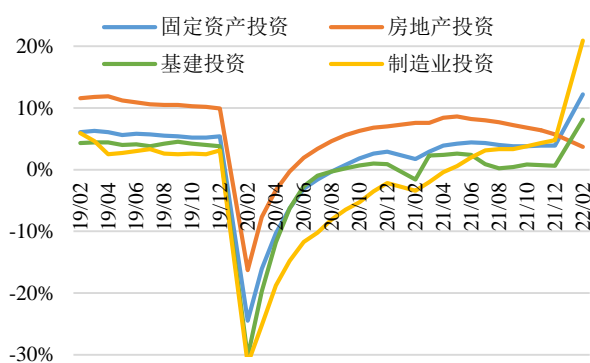
<sup>2</sup> 图中饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业

带动，**饮料、食品制造、纺织业**等消费制造业增加值同比增速有所提升；**医药、电子设备制造业**增加值仍保持 10% 以上的较快增长，且较上月小幅提升，主要是受到出口高景气的带动；得益于能源、原材料保供稳价政策持续推进，**煤炭开采、油气开采**等采矿业增加值同比增速显著提升；芯片供给有所改善以及补库需求带动**汽车**生产增速回升；**化工**和**有色**生产同比增速回升，可能是受到能耗约束减弱影响；**非金属矿**和**钢铁**生产同比增速大幅回落明显，主要受到地产端降温的拖累。

## 2. 需求端：房地产链条降温，汽车销售和出口增长提速

**地产投资继续探底，基建、制造业投资带动固定资产投资向上修复。**2022 年 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）5.08 万亿元，同比增长 12.20%，较 2021 年加快 7.30 个百分点。三大领域方面，**房地产开发投资继续探底**，1-2 月房地产销售面积与销售额同比出现不同程度的下降，抑制地产投资，房企拿地、新开工的积极性较低；**基建投资明显发力**，体现了财政提前发力、稳增长政策拉动投资的作用；**制造业投资继续加速**，政策利好、出口和工业生产的强势仍是支撑因素。虽然制造业和基建投资同比增速显著提升，但上年同期两年平均增速为负，存在低基数效应扰动因素，一定程度上高估了基建和制造业投资实际增长改善的幅度。在稳增长政策的背景下，基建有望持续发力，而制造业增长动能增强的持续性还需进一步观察。

图3. 固定资产投资累计同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

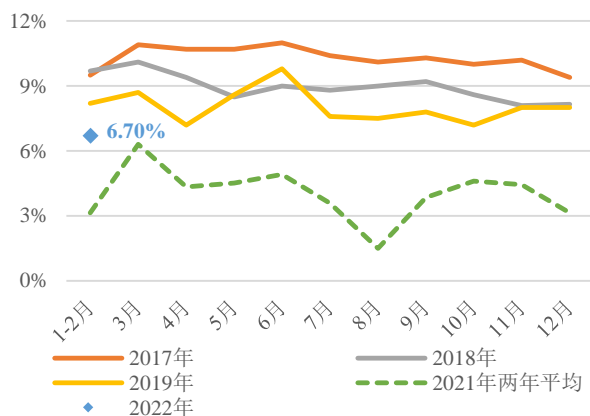
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022 年 1-2 月	2021 年 1-12 月 两年平均	2019 年 1-2 月
房地产	3.70	5.69	11.60
基建	8.10	0.65	4.30
制造业	20.90	4.80	5.90

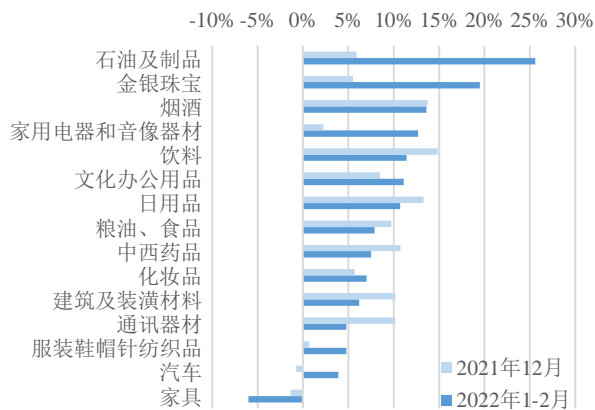
**消费修复有所加快，地产链条商品销售增速回落明显。**在春节消费和冬奥因素带动下，2022 年 1-2 月社会消费品零售总额（下称“社零”）7.44 万亿元，同比增长 6.70%，较 2021 年 12 月有所加快，但较疫情前水平仍有一定差距。限额以上商品方面，石油及制品销售额增速大幅增长，油价上涨因素起到了的支撑作用；金银珠宝、家用电器等消费升级类商品零售增长有所加快，促消费政策效果有所显现；受地产销售拖累，家具、建筑及装潢材料销售增速回落明显；年初汽车供给有所改善，且疫情下居民短途自驾出行需求增加，叠加汽车下乡等政策促进作用，汽车销售增长转正。3 月以来多地爆发了新一轮疫情，或将制约消费的进一步复苏。

图4. 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

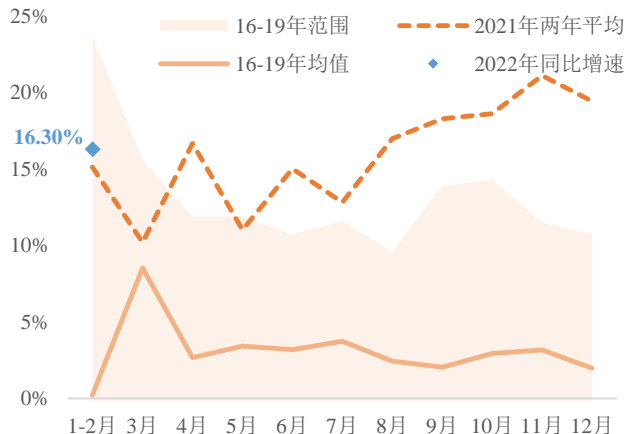
图5. 主要商品零售额当月增速情况



注：2021年数据为两年平均增速

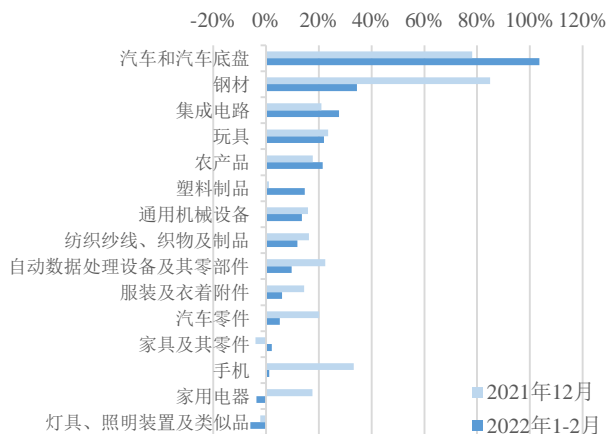
出口保持高景气，汽车出口金额增长提速。2022年1-2月我国货物进出口总额9734.50亿美元，同比增长15.90%。其中，出口5447亿美元，进口4287.50亿美元，贸易顺差1159.5亿美元。1-2月出口同比增速16.30%，依旧保持较高的增速水平，海外产需缺口继续支撑我国出口维持较强的韧性。主要出口商品方面，汽车和汽车底盘出口金额增速大幅提升；钢材出口回落明显；家用电器、灯具出口同比增速为负。

图6. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图7. 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

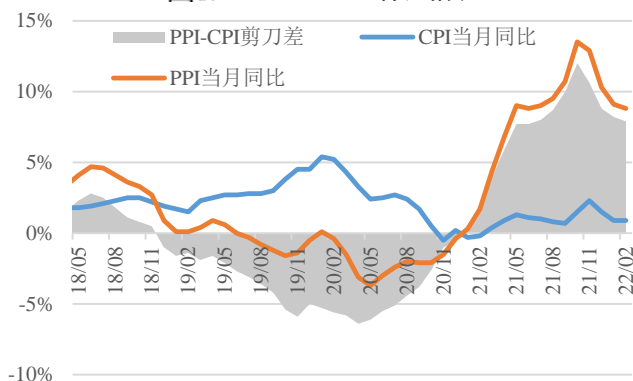
### 3. 价格：输入型通胀压力抬升，中下游行业信用风险值得关注

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅继续回落。**CPI 方面，受春节因素和国际能源价格波动等共同影响，2022年2月CPI同比涨幅与上月持平在0.90%，环比涨幅扩大0.20个百分点至0.60%。其中，猪肉价格下行带动食品价格同比跌幅扩大；能源价格上涨带动非食品价格涨幅扩大。PPI 方面，受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，2月PPI同比增幅虽然较1月回落0.30个百分点至8.80%，但回落幅度明显减缓，且环比由降转涨，输入型通胀压力抬升。从主要行业来看，煤炭产量和市场供应量持



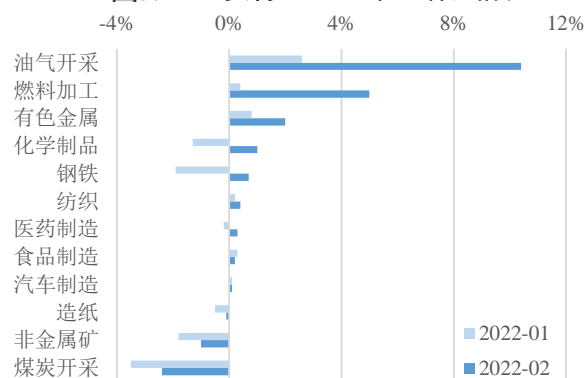
续增加，煤炭价格继续回落；国际原油、有色金属等大宗商品价格上涨，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。2月PPI-CPI剪刀差继续收窄，但PPI回落节奏明显放缓，且近期俄乌冲突升级使得输入性通胀压力上升，上游价格上升动能加强，中下游企业的成本压力仍然较大，盈利情况改善预期转弱，中下游行业信用风险值得关注。

图8. CPI、PPI 增长情况



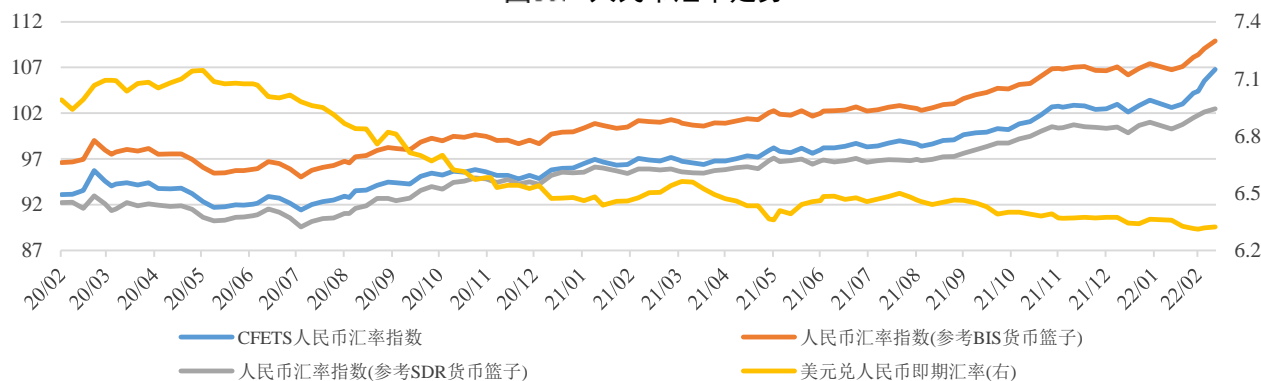
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图9. 主要行业 PPI 环比增长情况



汇率方面，2022年2月人民币对美元即期汇率继续保持强势，3月外资流出导致人民币汇率有所贬值。2月美元指数在美联储加息的预期下继续走强，人民币对美元即期汇率与美元指数走势继续保持相反，主要是由于中美经济修复预期差收窄。3月10日以来人民币对美元汇率快速贬值，截至3月18日，人民币对美元汇率较3月初贬值0.84%，主要是由于3月10日美国SEC对中概股公司问责，导致市场对中美金融“脱钩”担忧加大，外资快速流出所导致。16日金稳会的召开稳定了市场的恐慌情绪，人民币对美元贬值趋势暂缓，但并未改变外资流出的状况，人民币对美元汇率继续波动贬值。

图10. 人民币汇率走势



数据来源：外汇管理局、Wind，联合资信整理

展望后期，中长期看，基本面方面，中国稳增长态度坚决，而美国经济增速或将触顶回落，中美经济增长预期差收窄，对人民币汇率形成支撑；从政策面看，美国货币政策正常化，而我国货币政策短期内大概率保持宽松取向，中美货币政策分化对人民币带来贬值压力。因此综合来看，中期外部冲击弱化后，人

人民币汇率将重归基本面驱动，人民币汇率有较强的支撑，但短期内，受资本外流影响，人民币贬值压力依然存在。

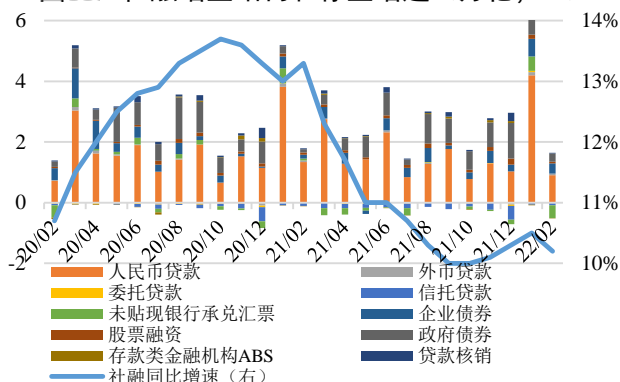
## 二、宏观信用分析

2月资金面先紧后松，央行继续呵护资金面的稳定，所以市场资金整体较为稳定；企业的债券融资成本小幅上行。社融不及预期，企业融资需求不足，社融增速小幅下降。但2022年货币政策整体较2021年转松，社会融资环境较上年更加宽松。

### 1. 财政前置节奏明显，居民和企业端贷款表现均比较疲弱

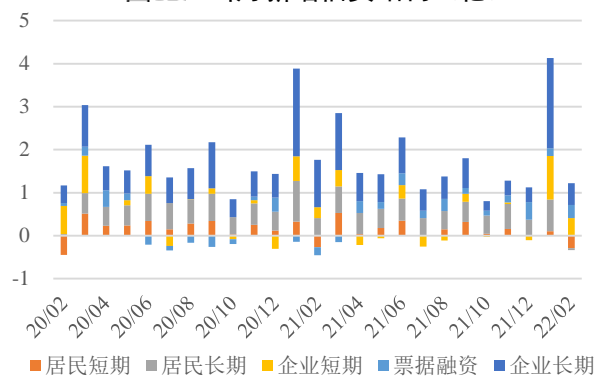
社融规模走低，财政前置节奏明显。2月新增社融1.19万亿，同比少增5343亿元，1-2月合计新增7.36万亿，同比新增规模由2021年同期的9855亿元下降至4499亿元；社融增速下降0.3个百分点至10.2%，结束了连续3个月的上升趋势。从结构看，1-2月新增信贷较上年同期减少523亿元，是拖累社融走低的主要因素；1-2月政府债券融资规模较上年同期多增5294亿元，是支撑社融的主要动力，财政前置节奏明显。从发债到形成实物量间存在时滞，因此当前的高规模发债对二季度的基建投资形成有利的资金支撑。展望后期，社融增速在信贷、政府债券融资的带动下将延续回升趋势，社会信用总量继续扩张。

图11. 社融增量结构和存量增速（万亿，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图12. 当月新增信贷结构（亿）



新增信贷规模下降，居民和企业端贷款表现均比较疲弱。2月新增信贷1.23万亿元，同比少增1300亿元，将1-2月新增信贷合并观测以剔除春节对单月信贷数据的扰动后，1-2月新增信贷总规模虽然较上年同期有所增加，但同比新增规模由2021年同期的6943亿元下降至2700亿元。信贷融资需求不足，显示了内需较弱。从结构看，居民和企业端贷款表现均比较疲弱。居民端，新增长期贷款规模为负，是该数据自统计以来第一次录得负增长，与房地产销售下滑相印证，表明虽然房地产行业调控政策有所放松，但居民对于购房尚处于观望状态；居民短期贷款连续第四个月同比负增长，显示居民消费端依旧较为疲弱。企业端，企业长期贷款同比增长再次转负，票据融资冲量是新增信贷的主要支撑，与2月票据利率再次走低相印证，显示企业融资需求依然较低，主要是由于房地产行业融资需求尚未完全释放，“三道红线”等融资

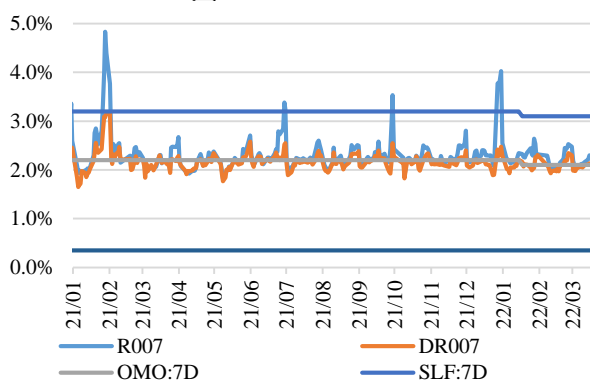
掣肘依然对房地产行业融资产生制约，基建企业融资不能完全覆盖房地产行业的负向影响。3月是开工季，贷款需求上升，同时从历史放贷水平看，3月是全年新增信贷的次高月，但今年3月各地疫情可能会影响到企业开工节奏，因此综合看，预计3月的新增信贷修复程度有限。

## 2. 市场流动性平稳，企业融资成本小幅上行

**资金面先紧后松。**2022年2月，央行逆回购投放12600亿元、逆回购到期12600亿元，MLF到期2000亿元、超额平价投放3000亿元；整体看，央行公开市场净投放1000亿元。节后，金融机构取现压力缓解，机构流动性需求较低，利率小幅走低；2月中下旬，随着税期临近以及月末扰动因素增加，市场利率上行，为熨平市场利率的波动性，央行加大公开市场投放力度。整体看，市场流动性整体较为平稳，2月DR007均值较1月下降7.64BP。3月MLF、LPR利率持平前值，降准降息预期落空，联合资信分析认为，一方面是由于1-2月经济数据超预期，虽然二月社融信贷不尽如人意，但可能是由于前期政策的时滞效应，且货币政策对房地产融资不景气的状况难以改善，所以央行未进一步采取措施；另一方面是俄乌冲突加剧导致我国资本流出加大的背景下，美联储加息对央行的货币政策产生掣肘。但本次央行未降准并不意味着货币政策的转向，在稳增长的压力下，若经济复苏效果不理想，不排除央行继续采用降准降息来稳定经济发展。

**企业综合成本小幅上行。**2月公司债加权发行利率较1月小幅上行，主要是由于下旬俄乌冲突导致市场避险情绪上行，从而带动利率走高，截至3月15日，公司债加权发行利率继续小幅上行。

图13. 市场资金波动



数据来源：Wind，联合资信整理

图14. 企业发行利率



## 三、政策聚焦

2022年《政府工作报告》政策基调延续2022年的中央工作会议，在“六稳”、“六保”的要求下，要加大稳健的货币政策实施力度、提升积极的财政政策效能，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。

## 1. 加大稳健的货币政策实施力度

3月1日人民银行召开2022年金融市场工作电视会议上，提出要抓好金融支持中小微企业和保市场主体工作，细化实化中小微企业金融服务能力提升工程，加大对受疫情影响较大的服务行业金融支持。2022年《政府工作报告》中提出，要加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，扩大新增贷款规模，为实体经济提供更有力的支持。用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，优化监管考核，推动普惠小微贷款明显增长、信用贷款和首贷户比重继续提升。3月16日召开的国务院金融委会议再次强调，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。相较于2021年的政府工作报告对货币政策表述“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，货币政策明显转松，延续了自上年四季度以来的政策表态，2022年社会信用环境整体较2021年进一步宽松。

3月美联储加息25BP，加息幅度基本符合市场预期，但3月21日，美联储主席鲍威尔发表题为“恢复价格稳定”的公开演讲，表示“为遏制过高的通胀，美联储将采取‘迅速’且更激进的行动”。预计美联储本轮加息力度可能超过预期，对中国货币政策形成一定的掣肘，但2021年外汇储备显著增加，且当前人民币对美元汇率处于历史较高位置，因此对美联储的加息一定程度上有部分缓冲，不排除宏观经济复苏效果不理想的情况下，央行继续采取降准的方式来稳定经济增长。

## 2. 提升积极的财政政策效能

2022年赤字率拟按2.8%左右安排、比去年有所下调，但加之特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，今年财政收入继续增长，支出规模比去年扩大2万亿元以上，可用财力明显增加。专项债方面，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，与上年持平，但支出方向较上年发生微变，“合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目”。减税降费方面，坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举。延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围；综合考虑为企业提供现金流支持、促进就业消费投资，大力改进因增值税税制设计类似于先缴后退的留抵退税制度，今年对留抵税额提前实行大规模退税。3月4日财政部、国家税务总局发布《关于进一步实施小微企业“六税两费”减免政策的公告》，将省级人民政府在50%税额幅度内减征“六税两费”的适用主体，由增值税小规模纳税人扩展至小型微利企业和个体工商户，执行期限为2022年1月1日至2024年12月31日。此外，央行3月8日宣布向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。

## 3. 加强数字建设，促进数字经济发展

《政府工作报告》部署2022年重点工作，提出要促进数字经济发展，加强数字中国建设整体布局。建



设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。完善数字经济治理，培育数据要素市场，释放数据要素潜力，提高应用能力，更好赋能经济发展、丰富人民生活。此前，发改委、工信部等四部门 2 月联合印发文件，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏 8 地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了 10 个国家数据中心集群，标志着国家“东数西算”工程正式启动。“东数西算”工程的启动，同时《工作报告》将数字经济发展布置为 2022 年的重点工作之一，一方面会带动西部经济的发展，协调区域间的发展不平衡问题；另一方面，将会带动数据中心运维、数据中心建设、服务器、芯片、系统和数据库相关软件、通信设施等相关产业的发展。

## 四、行业信用风险观察

### 1. 国际油价飙升，重点关注石油产业链中下游行业信用风险

今年以来，全球主要产油国供应持续偏紧，近期俄乌冲突进一步将原油价格推升至每桶 100 美元以上的高位，油价上涨对石油链条的各行业影响有所不同，总体来讲是上游行业受益，挤压下游行业利润空间，但还要取决于行业消化油价上涨和成本转嫁能力。此外，替代效应也会使得煤化工、新能源汽车产业间接受益于油价上涨。

一方面，石油开采、油气服务和设备行业、煤化工为主的替代产业链以及新能源汽车行业或将受益于油价上涨。上游开采行业直接受益于油价上涨，提升盈利能力；油气服务和设备行业则是受益于开采行业盈利上升后的资本开支增加，使得油气服务和设备需求加大，行业景气度上升，但有一定的滞后效应；煤化工为主的石油替代产业链或将间接受益，油价上涨提高了煤化工产业的成本优势，对行业构成利好。此外，从长期来看，油价不断上涨也会推高燃油车的使用成本，促使居民向绿色出行方式转变，有利于提升新能源汽车产业链的相关需求。

另一方面，成本转嫁能力较弱的石油化工、交通运输等石油产业链中下游行业成本承压，信用风险值得关注。燃料成本占比较大的航空运输业受油价上涨的影响较大，且疫情以来民航需求萎缩，营业收入和利润出现大幅收缩，叠加成本上涨，加重了对行业利润的侵蚀作用，信用风险随之抬升；纺织、塑料制品等石油化工产业链的下游行业，由于产品的行业竞争较强，议价能力较弱，难以消化上涨的成本，导致利润被压缩，信用风险值得关注。

### 2. 汽车产销和财务表现的不确定性增加，新能源车企涨价潮或将加速行业分化格局

疫情、原材料涨价以及供应链紧张使得汽车生产、销售和财务表现的不确定性增加。今年前期缺芯情

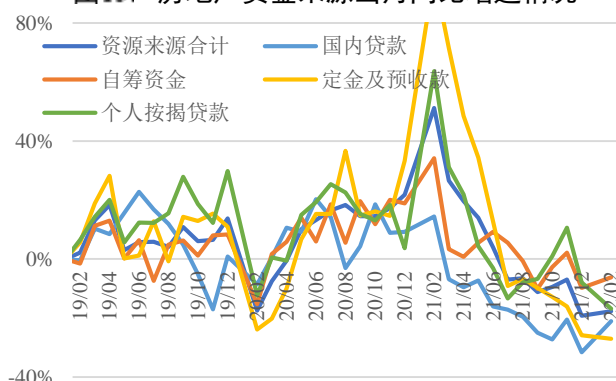
况有所缓解，叠加汽车消费的政策支持，1-2月汽车产销数据回暖。但汽车行业仍面临以下主要的风险点：一是3月以来多地爆发的新一轮疫情导致停工停产，且疫情防控对汽车的线下销售影响也比较大，疫情严重地区的汽车产销两端承压；二是近期主要原材料价格有所上涨，汽车制造的成本压力仍存，尤其是对中小厂商盈利能力产生的负面影响较大；三是受疫情、俄乌局势等多方面因素影响，电池、芯片、汽车零部件等原材料供应紧张，对汽车产能扩张产生抑制作用，以上三个风险点使得汽车的生产、销售和财务表现的不确定性增加。

**新能源车涨价潮或将加速行业分化格局，成本管控能力、资金实力较弱的尾部企业风险上升。**受芯片短缺以及电池等原材料价格上涨影响，近期新能源车企在成本上涨的压力下开启了年内第二轮涨价潮。新能源车涨价对企业产品竞争力提出了更高的要求，加速行业竞争格局分化：资金实力雄厚、拥有规模优势的车企或将收益，而成本管控能力、资金实力较弱的尾部企业经营压力加大，信用风险上升。

### 3. 房企销售回款承压明显，短期内资金面压力依然较大

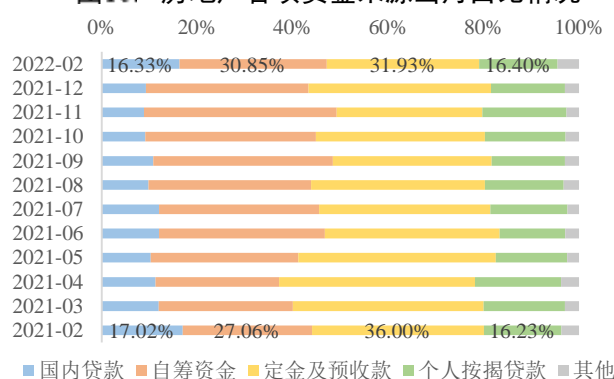
**保障性租赁住房贷款不纳入集中度管理，有利于帮助改善经营保障性租赁住房项目房企的现金流情况。**2022年2月，银保监会、住房和城乡建设部发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款发放；保障性租赁住房贷款不纳入房地产贷款集中度管理。联合资信认为，保障性租赁住房贷款不纳入集中度管理，间接充裕了银行房地产贷款投放空间，缓解了银行房地产贷款的压降压力，也有利于帮助改善经营保障性租赁住房项目的房企现金流情况。

图15. 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16. 房地产各项资金来源当月占比情况



**房企销售回款承压明显，短期内资金面压力依然较大。**2022年以来，多地下调购房首付比、放松限购限售、调降房贷利率、加快放款节奏，但在政策放松加码的同时，1-2月地产销售降温拖累房地产开发投资额同比增速继续探底，房企拿地、新开工的积极性较低。从地产资金面来看，1-2月份房地产企业到位资金

2.51 万亿元，同比增速-17.73%（12 月为-19.28%），到位资金情况略有改善，但资金面压力仍然较大。分项来看，地产销售疲弱带动定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅有所扩大，其中个人按揭贷款下滑幅度更大，反映出尽管当前银行房贷环境有所放松，但居民购房需求仍然不足；国内贷款和自筹资金同比下滑幅度有所收窄。从地产到位资金结构来看（由于信贷投放有一定的季节性，所以与上年同期相比），国内贷款和个人按揭占比变化不大，定金及预收款占比明显下降，与之对应的是地产企业自筹资金占比的提升，反映出目前在销售回款承压的情况下，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。

总体来看，在政策环境改善的背景下，企业资金面有望边际改善，但行业基本面回暖的速度还取决于政策措施的实施力度等多方面因素，居民购房情绪、金融机构和房企的信心恢复可能还需要一定的时间，且今年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，行业信用风险或将继续释放。**

## 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.