

实体经济部门信用总量继续快速扩张，信用质量总体稳定

——2020 年前三季度信贷社融数据点评

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

2020 年前三季度实体部门信用总量快速扩张的同时，信用质量总体上保持了基本稳定。银行贷款和债券融资推动企业部门信用平稳扩张，杠杆率基本持平，信用质量总体稳定；住户部门信用扩张速度维持高位，主要受中长期贷款推动，杠杆率持续攀升，信用风险有所积累；在中央政府信用扩张提速推动下，政府部门信用扩张较快，杠杆率上升较快。

未来在宏观政策保持稳定性连续性的前提下，我国经济将继续保持恢复增长势头，实体经济部门信用质量有望继续维持总体稳定，但结构性局部性信用风险仍需要关注。

中国人民银行公布的 2020 年 9 月金融数据显示，社会融资规模和信贷量在 8 月超预期增长的基础上，9 月当月继续大幅增长，其中社融新增 3.48 万亿元，比上年同期多 9630 亿元，为近三年来最高；前三季度社会融资规模增量累计为 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元，不仅是近三年来前三季度最高值，而且已经超过了前两年全年的增量；9 月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。前三季度人民币贷款增加 16.26 万亿元，同比多增 2.63 万亿元；9 月末，社融规模存量达到 280.07 万亿元，同比增长 13.5%，各项贷款余额 169.37 万亿元，同比增长 13%。本文根据最新社融和信贷数据，对当前实体经济部门的信用扩张情况进行了简要分析。分析表明，2020 年前三季度实体经济部门信用总量快速扩张的同时，信用质量总体上保持了基本稳定。未来在宏观政策保持稳定性连续性的前提下，我国经济将保持恢复增长势头，实体经济部门信用质量有望继续维持稳定，但结构性局部性信用风险仍需要关注。

一、实体经济部门信用总量快速扩张

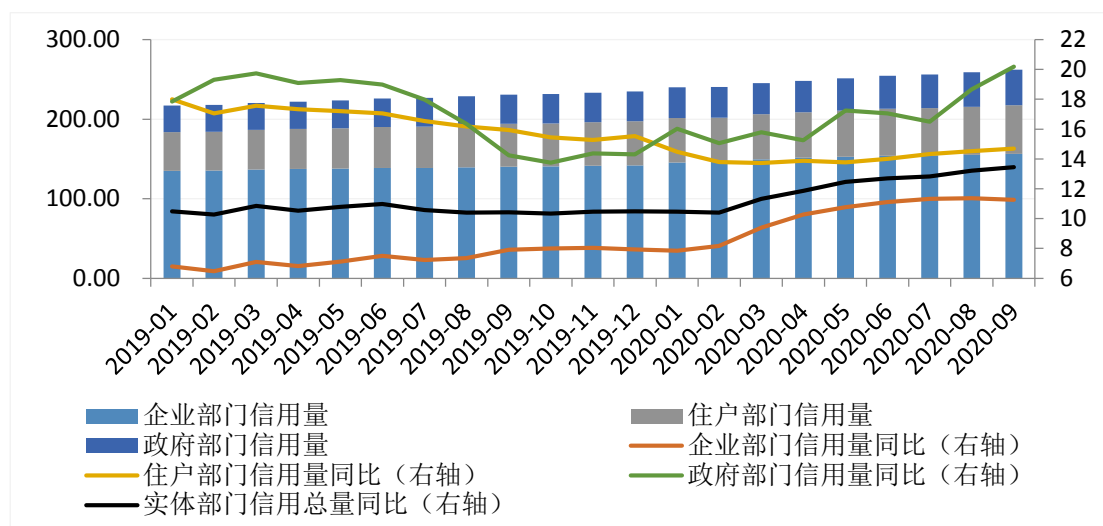
1、2020 年以来实体经济部门信用总量持续快速扩张

2020 年 9 月末我国实体经济部门信用总量达到 264.52 万亿元，同比增长

13.44%，扩张速度有所加快。实体经济部门由非金融企业部门（以下简称企业部门）、居民住户部门和政府部门组成，也就说实体部门的信用总量是上述三大部门信用量的总和。对应社会融资规模，企业部门信用来自人民币及外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券融资；住户部门信用主要来自人民币贷款，政府部门信用主要是政府债券。利用人民银行 9 月公布的社融及信贷数据，我们大致匡算出 9 月份实体经济部门新增信用总量为 3.28 万亿元，同比多增 1.24 亿元，信用总量达到 264.52 万亿元，同比增长 13.44%。

政府部门信用量同比增速最快，占比同步提高。如下图所示，今年以来，在经济增速继续下行并受到突如其来的新冠肺炎疫情冲击，宏观政策加强逆周期调节的背景下，我国实体经济部门信用总量增速显著加快，从 1 月同比增长 10.46%，到 9 月同比增长 13.44%，增速上升了 2.98 个百分点，宏观杠杆率大约 264.3%¹，较二季度（260.4%）上升 3.9 个百分点。其中政府部门信用量同比增速最快，占比同步提高；企业部门信用量同比增速在 1-6 月上升明显，7-9 月增速平缓，占比有所下降；住户部门信用量增速比较平缓，占比略有提高。而在经历疫情初期大规模封闭隔离、停工停产闭市等非常措施，导致一季度经济增速大幅下降，二季度在疫情迅速控制后强劲反弹，三季度经济继续修复的情况下，前三季度我国实体经济部门信用质量总体稳定，未出现债务违约潮和重大信用风险事件。

图 1 2020 年以来实体经济的信用总量快速增长（单位：万亿元、%）



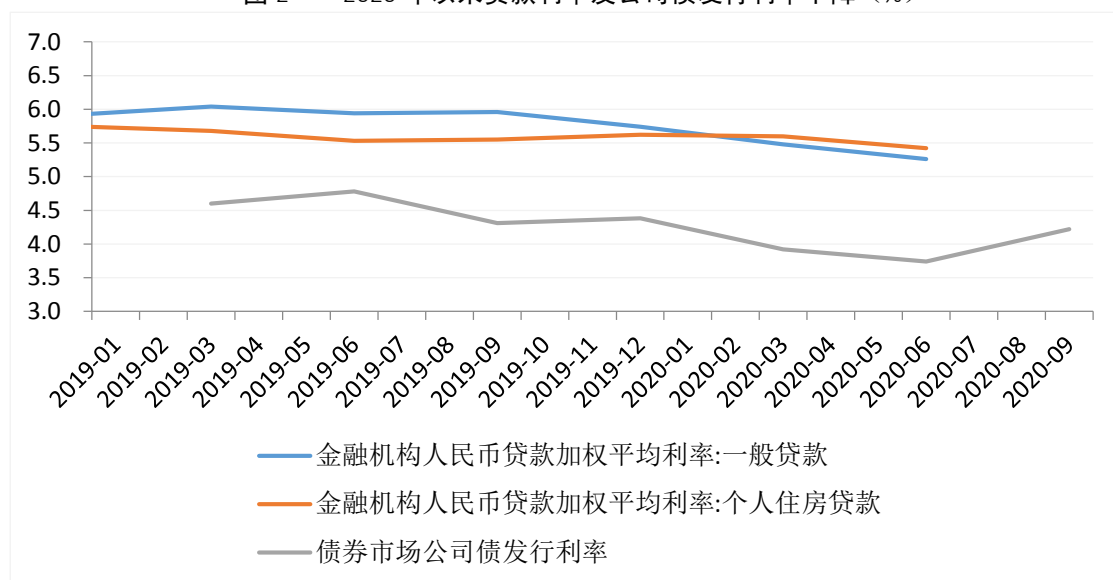
数据来源：联合资信根据中国人民银行统计数据计算

¹ 根据 BIS 方法，用期末实体经济部门总债务除以 4 个季度滚动 GDP（名义）大概估算。二季度数据也按此方法估算。因为总债务的统计口径与 BIS 等权威机构的统计口径不完全一致，所以我们估算的杠杆率与其公布的数据存在差异，不妨碍我们进行总体趋势性分析判断。下文中各部门杠杆率估算与此相同。

2、宽松的货币金融环境促进了实体经济部门信用总量快速扩张

流动性充裕、信贷条件宽松和利率下降为实体部门信用快速扩张创造了良好的金融政策环境。面对突如其来的新冠肺炎疫情的严重冲击，央行及时通过下调准备金率、OMO 操作及 MLF 操作，为市场注入中长期及短期流动性，保持了市场流动性合理充裕，降低金融机构资金成本；同时通过下调政策利率引导 LPR 下行，推动信贷市场债券市场利率下降，降低实体经济部门融资成本，激发融资需求。如下所示，2020 年以来，金融机构人民币贷款利率及债券市场发行利率（以公司债为例）均明显下降，促进了企业贷款和债券发行融资，也有利于居民购房贷款的增长。

图 2 2020 年以来贷款利率及公司债发行利率下降（%）



数据来源：联合资信根据中国人民银行统计数据计算

二、各部门信用扩张及信用风险状况

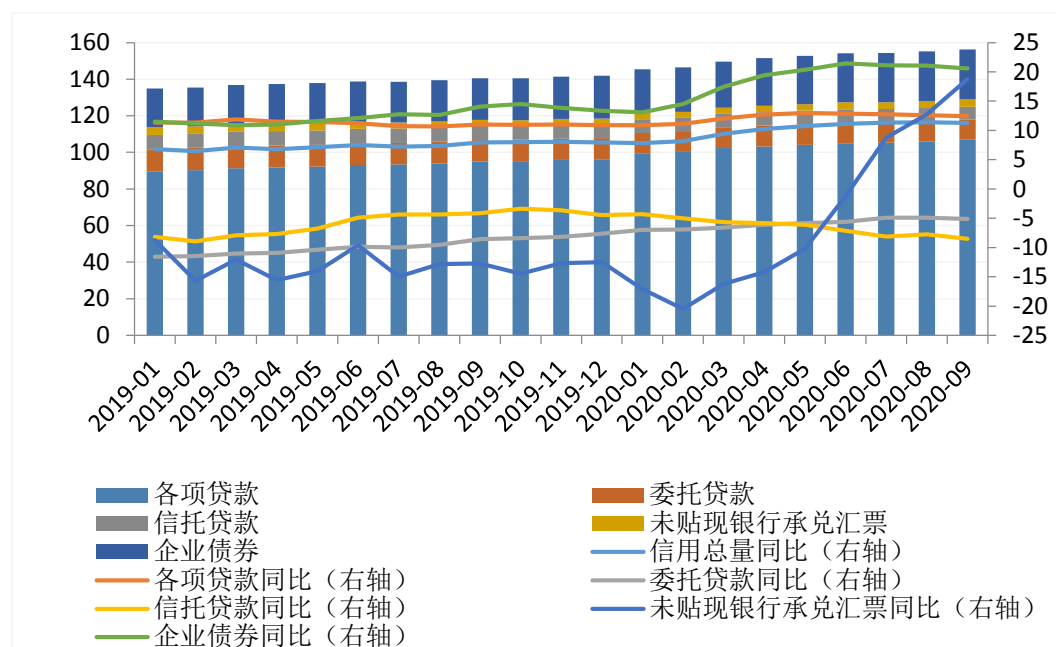
1、企业部门信用量扩张及信用风险状况

银行贷款和债券融资推动企业部门信用平稳扩张。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%。其中占比最大的各项贷款同比增速先升后降²，1 月到 9 月共上升 1.53 个百分点；占比第二的企业债券同比前 5 个月显著上升，6 月以来略有回落，且增速在各分项中保持最高水平。表外融资中，未贴现银行承兑汇票增速持续快速提升，从 1 月份的同比下降 17.07%，上

²由于无法得到非金融企业部门贷款数据，这里采用人民银行发布的“金融机构信贷收支表”中的“非金融企业及机关团体贷款”予以替代。因其中包括了“机关及团体”贷款，故统计数据大于企业部门实际获得的贷款量。

升为 9 月份的上涨 18.79%，是表外融资的总体回升的主要推动力；此外委托贷款呈现平稳负增长，信托贷款下降幅度进一步扩张大。总体上看，今年前三季度企业部门信用平稳扩张，企业债券增长较为强劲，主要受益于宽松的政策环境。

图 3 企业部门信用总量及构成同比增长（单位：万亿元、%）



数据来源：联合资信根据中国人民银行统计数据计算

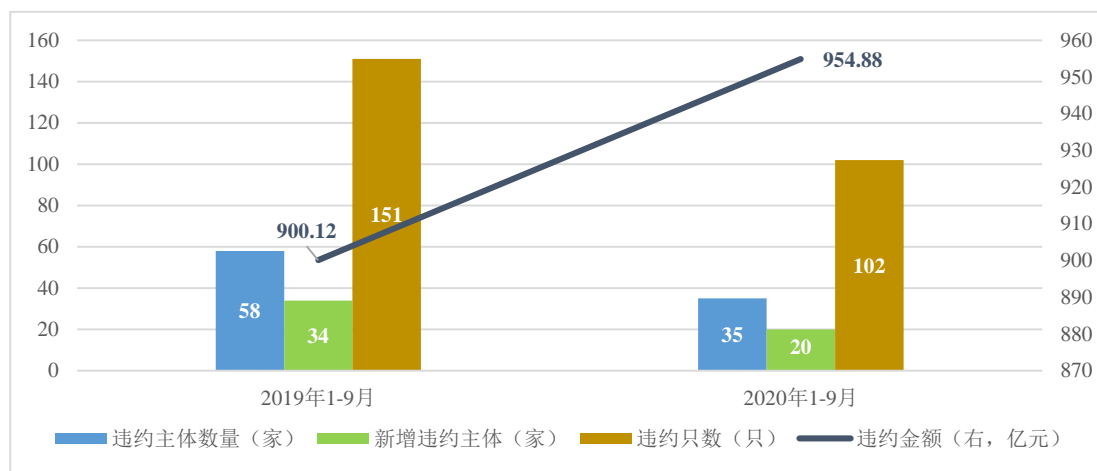
企业部门杠杆率维持稳定。初步估算，企业部门 9 月末的宏观杠杆率约为 156.1%，与 2 季度基本持平，仍处于历史高位。为对冲疫情冲击，保企业保就业，前三季度稳健的货币政策更加适度灵活，保持市场流动性充裕、下调贷款利率³、设立贷款延期还本付息支持工具和信用贷款支持工具等结构性货币政策工具，支持企业债券发行，企业融资环境较为宽松。同时积极的财政政策更加积极有为，实施了大规模税费减免及延期缴费等政策，大幅减轻了企业负担。

企业部门信用质量总体稳定。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，比如规模以上工业企业尽管企业营业收入及利润总额 1-8 月累计同比仍为负增长，但降幅在持续收窄，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。以债券市场为例，2020 年前三季度债券市场共发生违约债券 102 只，违约金额 954.88 亿元，新增违约主体 20 家；与上年同期相比，违约债券只数和新增违约主体数均显著减少，但违约金额有所增加，主要是受北大方正违约规模较大的影

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。

响。总体来看，今年在受到疫情冲击的情况下，债券市场违约规模并未大幅增加。另一方面，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。

图4 2020 年前三季度债券违约及同比情况



数据来源：Wind

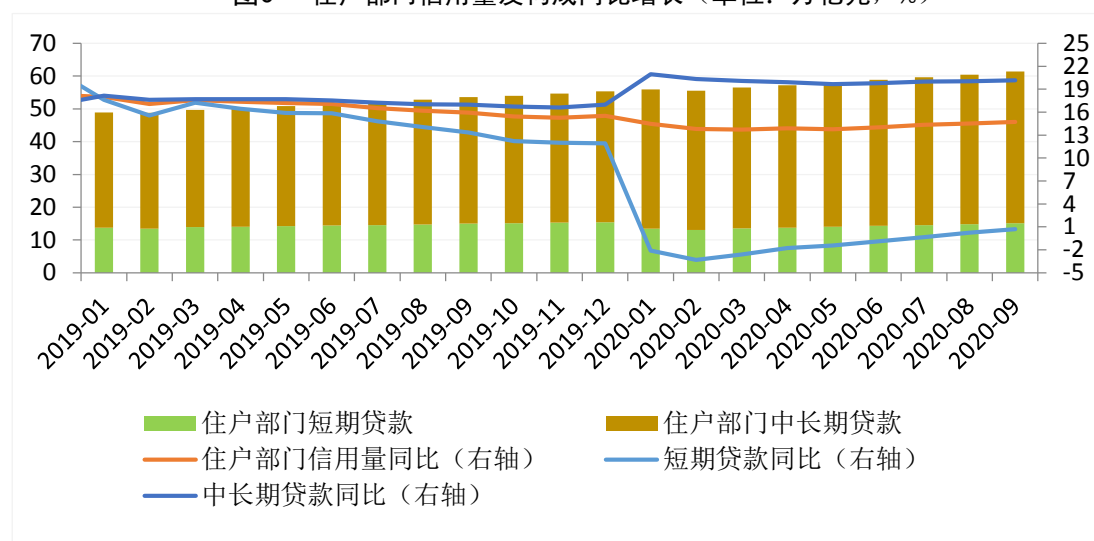
2、住户部门信用量扩张及信用风险状况

住户部门信用扩张速度维持高位，主要受中长期贷款推动。2020年9月末，住户部门信用量达到61.4万亿元，同比增长14.7%。其中短期贷款15.1万亿元，同比增长0.71%；中长期贷款46.3万亿元，同比增长20.15%。与上年末及上年同期相比（增速均在15%以上），住户部门信用量增速有所下降，但仍保持较高增长水平，主要驱动因素是中长期贷款增速有大幅提升，主要是居民房贷今年以来增长较快所致。与此反差较大的是住户短期贷款增速大幅下降，前三季度一直处于负增长状态，主要是受到疫情爆发及反复的影响、居民消费受到限制所致。

住户部门杠杆率持续上升，信用风险有所积累。2020年9月末，住户部门杠杆率为61.4%，较上季度提高1.7个百分点，今年以来连续3个季度上升，信用风险有所积累。住户部门信用量快速增长的同时，居民收入增长缓慢，失业率较高，使住户部门今年以来承受了较大的偿债压力。前三季度，城镇居民人均累计可支配收入3.28万元，名义累计同比增长2.8%，实际累计同比下降-0.3%，收入增幅远小于债务增幅，增加了偿债压力。9月城镇调查失业率5.4%，虽然自5月以来有所回落，但仍然高于疫情之前，失业率较高成为住户贷款违约的主要原因。2020年6月底在阿里拍卖网的法拍房产超过116万套，是上年同期数量的2倍以上，其中大多数为按揭违约被司法拍卖的房产。尽管占比很小，但也从一个

侧面说明了住户部门的信用风险有所积累。

图5 住户部门信用量及构成同比增长（单位：万亿元，%）



数据来源：Wind

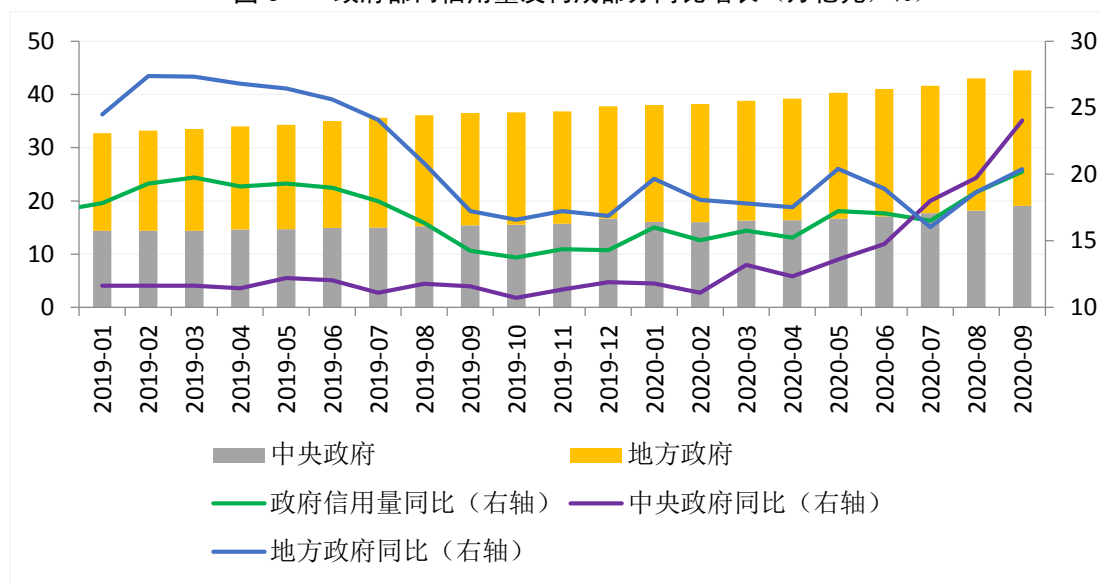
3、政府部门信用量扩张及信用风险状况

中央政府信用扩张提速较大，占比有所提高。2020年9月末，政府部门信用量44.46万亿元，同比增长20.18%，增速为2019年以来最高。其中中央政府信用量同比增长速度提高最大，从年初到9月增速提高了4.6个百分点，占比也有明显提高；地方政府信用量同比增速表现为波动走势，总体增速维持高位但增幅不大。今年为对冲疫情造成的财政收入下降，中央政府将赤字率提高到3.6%以上，发行了1万亿元抗疫特别国债，导致中央政府信用量大幅攀升。同时地方政府信用也大幅扩张，全年债务限额扩大到28.81万亿元，较上年增加4.73万亿元，其中一般债券限额14.29万亿元，较上年增加0.98万亿元；专项债限额14.52万亿元，较上年增加3.75万亿元，信用扩张幅度为近年来最高。

政府部门杠杆率持续提高，信用质量稳定。3季度末政府部门杠杆率达到44.4%，较二季度末提高2.3个百分点，前三季度持续提高6.16个百分点，是三大部门中杠杆率提高最多的部门。其中中央政府和地方政府杠杆率同步上升，地方政府杠杆率上升幅度更大（3.9个百分点）。尽管政府财政收入受疫情冲击在上半年降幅较大，9月末累计同比下降6.4%，但在疫情防控短期内快速取得成效，经济快速恢复的作用下，降幅逐渐收窄，且6月以来当月增速已经转正，政府收入逐步改善。其次今年前三季度地方政府再融资债券累计发行1.37万亿元，较上年（1.15万亿元）同期显著增加，为到期债务的借新还旧提供了较强支撑，实

现了前三季度政府信用量的快速扩张和质量的稳定。

图 6 政府部门信用量及构成部分同比增长（万亿元，%）



数据来源：Wind

三、实体经济部门信用展望

未来短期内实体经济部门信用质量将维持稳定，但局部性信用风险仍然存在。2020 年前三季度，在我国经济遭遇百年不遇的新冠疫情的严重冲击，经济短时间大幅下降的形势下，我国宏观政策加大逆周期调节力度，同时坚持克制性的正常货币金融政策，坚决不搞“大水漫灌”。在这种情况下，我国实体经济部门的信用总量在快速扩张同时，信用质量也保持稳定，并未出现较大规模的债务违约和较集中的信用风险事件。未来随着经济增长全面恢复正常和宏观政策的持续性连续性，企业经济效益改善、居民和政府收入提高，实体经济部门信用总量将继续扩张，信用质量总体上维持稳定。但同时我们应该看到，未来国际环境仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较多；国内疫情仍然存在外防输入、内防反弹的较大压力，经济仍处在恢复进程中，持续复苏向好基础仍需巩固。面对这样的形势，未来短期内我国实体经济部门的信用质量在总体上保持稳定的同时，仍存在一些局部性信用风险。

1、企业部门存在局部性信用风险

房地产行业信用扩张受到限制，或将加速个别企业信用风险暴露。今年以来，房地产开发贷款余额增速下滑幅度扩大，未来在相关政策的作用下，可能延续下行走势，部分房地产企业可能在“三条红线”的限制下难以继续开发贷款，

导致流动性紧张，引起信用风险暴露。贷款延期还本付息及债券展期等相关支持政策虽然为债务主体提供了缓冲时间，但同时也推后并积累了一定信用风险。比如由于疫情反复，服务业恢复较为缓慢，9月末服务业生产指数累计同比下降2.6%，仍处于收缩之中；服务业营业收入3月以来当月同比降幅虽然逐月收窄，但1-8月累计同比仍为负数，可见服务业恢复较为缓慢，经济效益仍然较差，偿债压力相对较大，信用风险有所积累。此外，去年以来信托融资政策逐渐收紧，融资类信托违约持续增加。今年以来，数家大型信托公司爆发重大违约事件，截止6月底，信托违约产品51只，涉及22家发行机构，金额800亿元左右，呈现出快速增加之势。考虑到金融风险的感染性较强，需要关注信托风险向信贷、债券市场的传染扩散。

2、住户部门信用风险积累需要关注防范

在负债快速增长而收入增长相对较慢甚至负增长的情况下，债务风险积累不容忽视。今年前三季度在中长期贷款快速增长的推动下，我国住户部门杠杆率持续快速攀升，而收入在疫情影响下增长缓慢甚至负增长（见前文），住户部门信用风险积累不可避免，今年以来关于房贷断供及信用卡逾期的大量报道对住户部门的信用风险已经有所反应。考虑到我国住户贷款主要为工薪阶层的房贷、车贷及信用卡消费，其收入及支出具有大的刚性，储蓄普遍不多。在失业率下降缓慢、收入难以保障的情况下，依靠储蓄还债其实是在积累风险，无法持续，需要关注防范此类群体信用风险的集中爆发。

3、政府部门偿债压力较大，信用扩张存在约束

经过前三季度的信用量的快速扩张，9月末我国政府部门杠杆率已经提高到44%以上。尽管国际比较我国政府部门杠杆率并不高，尤其是中央政府的杠杆率较低；但考虑到隐性债务，我国地方政府债务规模及杠杆率均已不低，对其信用量进一步扩张产生了一定约束。